

## 1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS



## 1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

### 1.1 La situación económica general

La recuperación económica observada durante el último trimestre del año 2010, continuó durante los primeros meses de 2011, pero una serie de acontecimientos adversos e imprevistos durante la primera mitad del año provocaron que la economía mundial perdiese su ritmo de crecimiento. El gran terremoto de Japón y la posterior crisis de la central nuclear de Fukushima no solo afectaron a la actividad económica de ese país, sino al conjunto de la economía internacional, como consecuencia de la interrupción de las cadenas de suministro de productos provenientes de los países asiáticos. Además, el aumento del precio de las materias primas como consecuencia de las revueltas políticas que tuvieron lugar en oriente medio y el norte de África impactó negativamente en los ingresos reales de las economías desarrolladas. El crecimiento económico tuvo un comportamiento diferenciado entre el observado en las economías desarrolladas y el de las emergentes. Estas últimas siguieron mostrando un crecimiento vigoroso, mientras que en las economías de los países desarrollados las medidas de consolidación fiscal adoptadas, junto con la debilidad del mercado laboral y del sector de la construcción, afectaron negativamente al crecimiento. La tasa de paro en el área de la OCDE permaneció en niveles altos, próximos al 8,3 %.

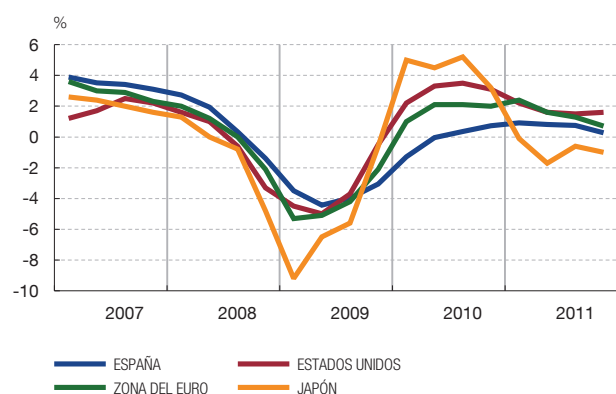
Durante la segunda mitad del año 2011 la confianza empresarial y del consumidor continuó deteriorándose, en un entorno de elevada incertidumbre y tensiones financieras en los mercados, derivadas de las discusiones sobre el techo de endeudamiento en Estados Unidos y del agravamiento de la crisis de deuda soberana<sup>1</sup> de los países de la zona del euro. Ello llevó a que el ritmo de crecimiento se debilitara, aunque la publicación a finales de año de diversos indicadores económicos y encuestas pareció apuntar ciertos signos de estabilización de la economía mundial.

La tasa de inflación anual aumentó gradualmente a lo largo del año en los países de la OCDE, antes de experimentar un ligero descenso en el último trimestre. En general, las presiones inflacionistas permanecieron relativamente controladas en las economías desarrolladas, mientras que en las economías de los países emergentes las presiones inflacionistas persistieron.

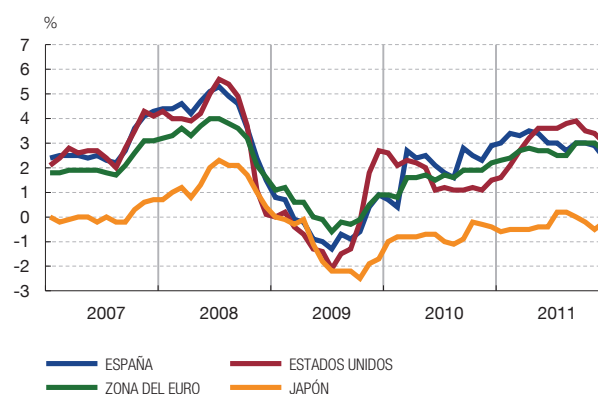
La economía de Estados Unidos continuó su recuperación durante 2011, aunque a un ritmo menor que en 2010. Para el conjunto del año, el producto interior bruto (PIB) creció en promedio un 1,7 %, inferior al 3 % registrado un año antes (véase su evolución trimestral en el gráfico 1.1). Durante el primer semestre el crecimiento fue débil, repuntando moderadamente en la segunda mitad del año, como consecuencia del incremento del consumo privado, de la inversión no residencial y de la contribución positiva del sector exterior. Por lo que respecta a los precios, la inflación en términos del IPC fue del 3 % en diciembre, superior al 1,5 % registrado en el mismo mes de 2010, como consecuencia del incremento de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados. Si se excluyen del cálculo los precios de estas dos partidas, la inflación subyacente para el mes de diciembre fue del 2,2 % en 2011, superior al 0,6 % registrado un año antes. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo los tipos de interés oficiales en un rango objetivo de entre el 0 % y el 0,25 %, vigentes desde finales de 2008, y señaló que es muy probable que se

<sup>1</sup> Las tensiones existentes en los mercados de deuda, que, en general, se habían limitado a Grecia, Irlanda y Portugal, se propagaron de forma creciente a Italia y España, y posteriormente a otros países de la zona del euro.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO (a)



PRECIOS DE CONSUMO (a)



FUENTE: Banco de España.

a Tasas de variación interanual.

mantengan en niveles bajos hasta mediados de 2013. En junio de 2011 finalizó su programa de compras de valores por 600 mm de dólares que había iniciado en noviembre del año anterior, y en septiembre decidió ampliar la vida media de sus tenencias de valores con el doble objetivo de presionar a la baja los tipos de interés a largo plazo y hacer más acomodaticias las condiciones financieras.

En Japón, la tasa de crecimiento en 2011 estuvo fuertemente afectada por el terremoto de marzo y el posterior desastre nuclear. Para el conjunto del año, y en promedio, el PIB cayó un  $-0,9\%$ , muy por debajo del aumento del  $4,5\%$  registrado en 2010. La debilidad de las exportaciones, junto con el aumento de las importaciones de materias primas tras el terremoto, provocó que se registrara el primer déficit comercial desde 1980. Respecto a la evolución de los precios, la economía japonesa tuvo que hacer frente nuevamente a presiones deflacionistas, por lo que la inflación en términos de IPC, que reflejó un  $-0,4\%$  en diciembre de 2010, siguió registrando valores negativos a lo largo de 2011, terminando en  $-0,2\%$  en diciembre. Tras el terremoto, el Banco de Japón mantuvo su política monetaria acomodaticia para estimular la economía y luchar contra la deflación, manteniendo el tipo oficial del dinero en un rango de entre el  $0,0\%$  y el  $0,1\%$ , y amplió su conjunto de medidas de apoyo, incluyendo la provisión de liquidez a corto plazo, aumentando su programa de compra de activos e introduciendo su programa de financiación a las instituciones financieras de las zonas afectadas.

En el Reino Unido, la tasa de variación anual del PIB registró en promedio un aumento del  $0,9\%$  en 2011, frente al  $2,1\%$  del año anterior. La inflación medida en términos del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) fue del  $4,2\%$  en diciembre, por encima del  $3,7\%$  registrado un año antes. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en el  $0,5\%$  y amplió su programa de compras de valores en 75 mm de libras, hasta alcanzar un total de 275 mm de libras.

En la zona del euro, el nivel de actividad fue disminuyendo a medida que transcurría el año, cerrando el ejercicio con un crecimiento medio del PIB del  $1,5\%$ , frente al  $1,8\%$  de 2010. Además, se observaron, como en el ejercicio anterior, divergencias tanto por componentes (ya que el crecimiento se apoyó principalmente en las exportaciones) como por países, pues frente al empuje de la economía alemana, y en menor medida de la francesa,

destacó la atonía de los países más afectados por la crisis de la deuda soberana, que debieron aplicar medidas restrictivas de política fiscal para alcanzar los objetivos previstos de reducción de los déficits públicos. La inflación del área registró valores positivos durante todo el año, aumentando la tasa de variación interanual del IAPC hasta alcanzar en diciembre el 2,7 %, igual que en el promedio del año, frente al 2,2 % de diciembre de 2010. En cuanto a la política monetaria, el BCE elevó el tipo de interés oficial en 25 pb en los meses de abril y julio para hacer frente a las presiones inflacionistas derivadas del incremento del coste de las materias primas, fijándolo en el 1,50 %. En la segunda mitad del año la intensificación de las turbulencias financieras derivadas de la crisis de la deuda soberana en algunos países de la zona del euro impactó negativamente en el nivel de actividad económica, por lo que el BCE decidió bajar 25 puntos básicos (pb) el tipo de interés oficial en los meses de noviembre y diciembre, fijándolo nuevamente en el 1 %, como a principios de año. Adicionalmente, el BCE tomó una serie de medidas no convencionales entre agosto y diciembre para corregir el mal funcionamiento de los mercados y de los mecanismos de transmisión de política monetaria, así como para reactivar el canal del crédito por parte de las entidades de crédito a las familias y empresas<sup>2</sup>.

En la economía española, la modesta recuperación que había emprendido un año antes se fue debilitando a lo largo de 2011, a medida que la crisis de la deuda soberana en la UEM se fue extendiendo a un número mayor de países y se recrudecían las tensiones en los mercados financieros. Tras el estancamiento de la actividad en el tercer trimestre, la economía se contrajo a finales de año, aunque en términos de la tasa de variación interanual el producto registró un aumento del 0,3 % en el cuarto trimestre, cinco décimas inferior al registrado en los dos trimestres anteriores. Con este cierre de año, el PIB aumentó en promedio un 0,7 % en 2011, frente al descenso del -0,1 % de 2010. La contracción de la demanda interna, motivada principalmente por la contribución negativa de la inversión en construcción y por el retroceso del consumo público, se vio contrarrestada por la aportación positiva de la demanda exterior neta, que mitigó, por cuarto año consecutivo, el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad. En cuanto a los precios, la tasa de variación del IPC acusó una marcada desaceleración en los últimos meses del año, concluyendo el año con una tasa interanual del 2,4 %, frente al 3 % de diciembre de 2010, por lo que el diferencial de inflación con la UEM, medido a través del IAPC, volvió a ser favorable para España con un registro negativo de 0,3 puntos porcentuales (pp).

## 1.2 Los mercados financieros internacionales

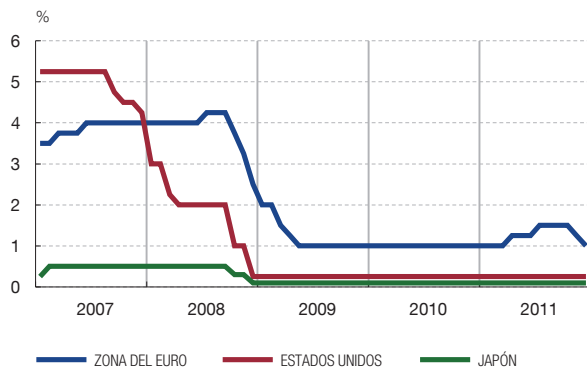
La evolución de los mercados financieros internacionales continuó, como en 2010, marcada por un alto grado de incertidumbre y por el protagonismo que cobró el riesgo soberano en las economías avanzadas, particularmente en Europa, condicionando la estabilidad financiera y el crecimiento económico, y entrando en una dinámica de retroalimentación de estos factores entre sí.

Esta situación aceleró el riesgo de contagio entre países y zonas geográficas, al persistir dudas entre los agentes económicos sobre la capacidad de los distintos Gobiernos para

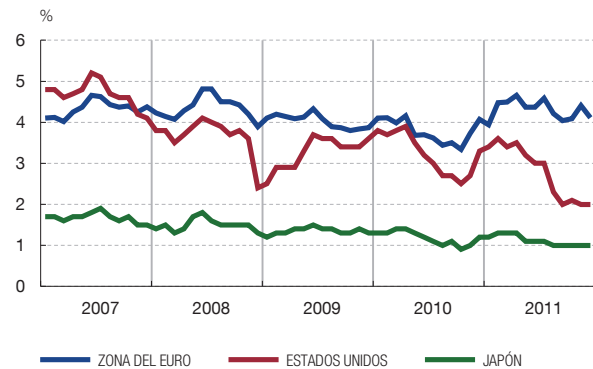
---

2 Continuó con su política de adjudicación plena a tipo fijo; convocó nuevas operaciones de financiación a plazos más largos (a seis, doce, y treinta y seis meses, estas últimas con la posibilidad de reembolso anticipado al cabo de un año); reactivó el programa de compras de valores en el mercado que había iniciado en mayo de 2010 y comenzó un nuevo programa de compras de bonos garantizados (*covered bonds*) por un importe de 40 mm de euros; convocó tres subastas de financiación en dólares estadounidenses a tres meses y rebajó 50 pb el precio de los acuerdos temporales de provisión de liquidez (*líneas swaps*) en dólares en coordinación con otros bancos centrales; y amplió las garantías admitidas al incorporar créditos bancarios que cumplan determinados requisitos y relajar las condiciones exigidas para ciertas titulaciones (ABS). Finalmente, redujo del 2 % al 1 % el coeficiente de reservas mínimas y suspendió las operaciones de ajuste que venía celebrando el último día del período de cumplimiento del coeficiente de reservas.

TIPOS DE INTERVENCIÓN



RENTABILIDADES DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS (a)



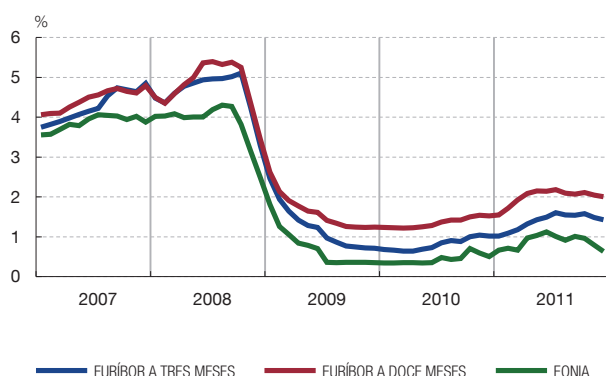
FUENTE: Banco de España.

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.

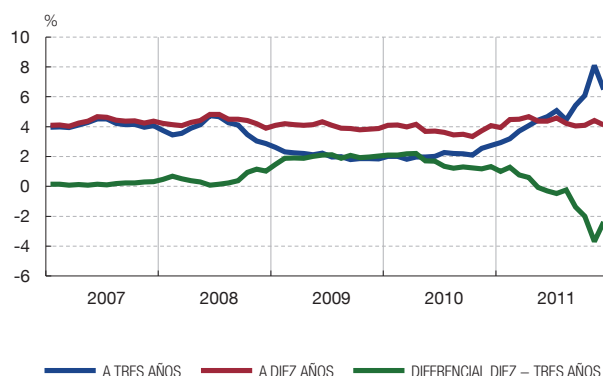
aprobar las reformas estructurales necesarias en los ámbitos fiscal, laboral y de saneamiento de los sistemas financieros. También se mantuvieron las incertidumbres sobre el papel que finalmente desempeñará el Mecanismo de Estabilidad Financiera Europeo, sobre su capacidad de financiación y respecto a la fecha de su puesta en funcionamiento. En conjunto, todos estos factores afectaron de forma negativa a las expectativas de los agentes económicos sobre la recuperación de la actividad económica y del mercado laboral, que viene registrando elevadas tasas de paro. Frente a esta situación de los mercados financieros, los bancos centrales mantuvieron los tipos de interés en los bajos niveles alcanzados y adoptaron nuevas medidas no convencionales, con el fin de restaurar los mecanismos de transmisión de sus políticas monetarias, mejorar el funcionamiento de los mercados, facilitar la financiación de las entidades de crédito, que vieron cerrado su acceso a los mercados mayoristas de financiación, y minimizar, de este modo, la probabilidad de que potenciales problemas de liquidez de estas entidades ligados a la dificultad para obtener fondos se tradujesen en una contracción en la oferta de crédito a las familias y a las empresas.

Los tipos de interés a largo plazo evolucionaron de forma diferente en las principales áreas económicas (véase gráfico 1.2). Dentro de la zona del euro hay que diferenciar claramente entre la evolución de los tipos de interés a largo plazo de los países no afectados por la crisis de la deuda soberana y la de los que sí lo estuvieron. Mientras que los primeros finalizaron 2011 con niveles inferiores a los observados al cierre de 2010, los segundos sufrieron repuntes de distinta cuantía a lo largo de 2011. A modo de ejemplo, en Alemania los tipos de interés de la deuda pública a diez años, que en promedio de diciembre de 2010 terminaron en niveles del 2,95 %, repuntaron ligeramente en los primeros meses del año, para posteriormente iniciar una tendencia descendente y terminar en diciembre en promedio del 2,01 %, lo que representa una reducción de 94 pb. En el caso de España, y durante el mismo período, se pasó del 5,37 % al 5,50 %, lo que supone un repunte de 13 pb, mientras que la media de los países de la zona del euro pasó del 4,07 % al 4,11 %, es decir, un repunte de 4 pb. También en Estados Unidos y en Japón descendieron los tipos de interés a largo plazo, si bien la intensidad del movimiento fue mayor en Estados Unidos que en Japón. Así, en Estados Unidos el tipo de interés de la deuda pública a diez años se situó, en promedio de diciembre de 2011, en un 2 %, frente al 3,30 % del mismo mes de 2010, es decir, un recorte de 130 pb. Por tanto, mientras que el dife-

MERCADOS MONETARIOS



RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA (a)



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.

rencial de rentabilidades a diez años entre el área del euro y Estados Unidos se amplió, pasando de 77 pb a 211 pb en promedio entre diciembre de 2010 y el mismo mes de 2011, el diferencial para ese mismo período entre Estados Unidos y Alemania se redujo de 35 pb a -1 pb. En el caso de Japón, el descenso registrado en la rentabilidad promedio del mes de diciembre con respecto al año anterior fue de solo 18 pb, situándose en un 1,01 %.

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 fueron repuntando ligeramente por las expectativas de subida del tipo interés oficial por parte del BCE, en junio se produjo un cambio de tendencia y durante el segundo semestre fueron disminuyendo, evolución que se vio favorecida por las medidas adoptadas por el BCE en este período y, en concreto, por la reducción de los tipos de interés de intervención. El resultado para el conjunto del año fue que el euríbor a doce meses se situó, en promedio de diciembre de 2011, en torno al 2 %, 47 pb por encima del registrado en diciembre de 2010, mientras que el euríbor a tres meses se situó en el 1,43 %, 41 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 13 pb, cerrando con un valor promedio para diciembre de 2011 del 0,63 %.

En cuanto a la renta variable, el año 2011 se caracterizó por un aumento generalizado de la volatilidad, como resultado de la incertidumbre derivada de la crisis de confianza de deuda soberana de los países de la zona del euro y las expectativas de bajo crecimiento en las economías desarrolladas. El resultado fue que en Estados Unidos el índice S&P 500 recuperó en el último trimestre del año las pérdidas sufridas durante los meses de verano, cerrando prácticamente al mismo nivel que en 2010, año en que este índice se revalorizó un 12,8 %. En Japón, la evolución del índice Nikkei reflejó los problemas económicos derivados del terremoto y el posterior desastre nuclear, por lo que acumuló en 2011 un descenso del 17,3 %, cuando en 2010 había experimentado una caída del 3 %. Por otra parte, en el área del euro, la continuación de la crisis de deuda soberana provocó la correspondiente caída de las cotizaciones, que en el caso del DJ EUROSTOXX 50 se saldó con un descenso para 2011 del 17,1 %, muy superior al descenso del 5,8 % registrado un año antes. El mercado español evolucionó de forma similar al europeo, aunque las pérdidas

fueron de menor intensidad, registrando el IBEX 35 un descenso en 2011 del 13,1 %, inferior a la caída del 17,4 % producida un año antes.

Los mercados cambiarios, por su parte, continuaron en un entorno de gran volatilidad, marcados por las perspectivas de crecimiento económico, así como por la evolución de las condiciones financieras y fiscales de las distintas áreas económicas. Hasta el mes de abril, el euro se apreció con respecto al dólar estadounidense, el yen y otras divisas, manteniendo niveles similares hasta finales del verano, para iniciar a partir de ese momento una tendencia de depreciación con respecto a un amplio abanico de divisas, que duró hasta finales de año, salvo un pequeño receso observado en octubre. A finales de diciembre el euro cotizaba a 1,29 dólares estadounidenses, lo que representa una depreciación del 3,2 % respecto a los niveles de comienzos de año y un 2,4 % respecto a la media de 2010. El euro también se depreció en 2011 con respecto al yen y a la libra esterlina un 7,8 % y un 3 %, respectivamente, sobre los niveles registrados a comienzos de año; y un 13,9 % y un 2,7 %, respectivamente, sobre las medias registradas en 2010. El tipo de cambio nominal efectivo del euro se depreció con respecto a las divisas de sus veinte principales socios comerciales un 2,2 % en 2011.

### 1.3 El mercado de deuda pública en España

Las dificultades que caracterizaron al mercado europeo de deuda pública durante 2010 persistieron durante el año 2011. A pesar de que algunos Estados miembros de la zona del euro continuaron con dificultades para obtener financiación en los mercados de capitales, el Tesoro español completó su programa de financiación manteniendo la confianza de los inversores. Ahora bien, el coste de financiación aumentó con respecto a 2010, 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* de deuda soberana de varios países, entre ellos España, por parte de las principales agencias de calificación crediticia. Estas rebajas se justificaron fundamentalmente por la incertidumbre existente sobre la capacidad de las autoridades para tomar las medidas de ajuste fiscal necesarias, así como por el deterioro de las expectativas de crecimiento.

En efecto, en 2011 las tres principales agencias de calificación rebajaron el *rating* de la deuda pública española, tal como hicieron el año anterior. Standard & Poor's rebajó la calificación desde AA (vigente desde abril de 2010) a AA- en octubre de 2011. Por su parte, Moody's la rebajó desde Aa1 (vigente desde diciembre de 2010) a Aa2 en marzo y a A1 en octubre de 2011. Finalmente, Fitch rebajó su nota desde AA+ (vigente desde mayo de 2010) a AA- en octubre de 2011.

Durante el año 2011, tanto los bonos como las obligaciones tuvieron una aportación positiva a la financiación del Estado, registrando una emisión neta en cada uno de estos segmentos de 24.262 millones y 28.490 millones de euros, respectivamente. Por su parte, la emisión neta de letras del Tesoro apenas alcanzó los 851 millones de euros. En cuanto a la composición del saldo vivo, destaca la aportación del segmento de medio plazo, que fue el único que registró un aumento de su participación en el total, al pasar a representar el 25,4 % (frente al 23,4 % en 2010), 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 (59 % en 2011).

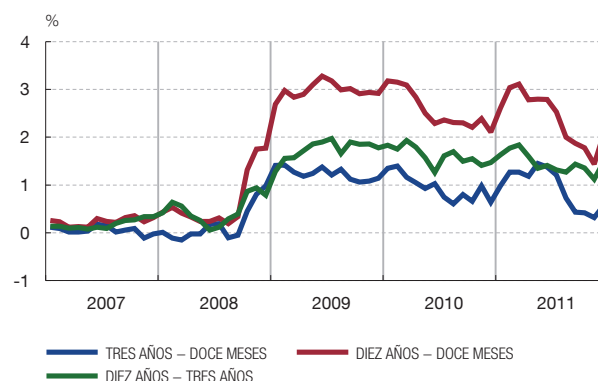
Los tipos marginales de las subastas experimentaron aumentos generalizados a lo largo de 2011, continuando con la tendencia ascendente observada desde mayo de 2010. Estos aumentos replicaron la tendencia mostrada por el mercado secundario, como se comentará a continuación.



RENTABILIDADES POR PLAZOS



DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD POR PLAZOS



FUENTE: Banco de España.

La negociación en los mercados secundarios de deuda durante 2011 experimentó un aumento del 9,5 % respecto al año anterior. Este incremento de la negociación se produjo en todos los segmentos del mercado, y tanto en la negociación entre titulares (8,7 %) como con terceros (10,1 %). Por instrumentos, el perfil de 2011 fue muy parecido al del 2010, correspondiendo el grueso de la negociación a los bonos y obligaciones no segregados, que representan el 80,7 % del total. Por tipo de operación y para el conjunto del mercado, las operaciones *repo* volvieron a registrar, al igual que en 2010, un notable descenso, por lo que pasaron a representar un 20,7 % del total en 2011, frente al 31,1 % que representaban en 2010. Por el contrario, la negociación al contado aumentó desde el 25 % en 2010 hasta el 34,3 % en 2011. Por su parte, la cuota de contratación en simultáneas, que sigue siendo el tipo de operación predominante, se mantuvo más estable, representando un 43,9 % del total en 2011. 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 vino determinada a lo largo del año por los diversos episodios de crisis de confianza por los que atravesó la deuda soberana. Como muestra el gráfico 1.4, los rendimientos de la deuda pública española tuvieron un comportamiento similar en todos los tramos de la curva, cediendo ligeramente durante el primer trimestre del año para iniciar a partir de ese momento una senda ascendente que se prolongó hasta el mes de noviembre, y finalmente, ceder de forma significativa durante el mes de diciembre, terminando el año en niveles ligeramente superiores a los observados en diciembre de 2010. Así, el rendimiento de las letras a doce meses fue aumentando hasta alcanzar en promedio el 4,75 % en el mes de noviembre y ceder hasta el 3,45 % en diciembre, es decir, 19 pb por encima de las rentabilidades registradas un año antes. En lo que se refiere a la deuda a medio y largo plazo, las rentabilidades a tres y a diez años repuntaron hasta alcanzar en promedio niveles del 5,07 % y del 6,19 %, respectivamente, en noviembre, cerrando el año en niveles del 4,02 % y del 5,50 %, que representan un incremento de 12 pb y 13 pb respecto al cierre de 2010. Por lo tanto, el diferencial diez - tres años se situó en diciembre de 2011 en 148 pb, muy similar a los 147 pb observados un año antes, mientras que los diferenciales tres años - doce meses y diez años - doce meses ascendieron 31 pb y 32 pb, situándose en 76 pb y 224 pb, respectivamente.

Esta tendencia creciente de las rentabilidades de la deuda pública española se tradujo en una ligera ampliación de los diferenciales con respecto a la media del área del euro, aumentando en 2011 en 11 pb con respecto al cierre de 2010, cerrando en 142 pb. En cuanto al diferencial con respecto a la deuda alemana a diez años, fue ampliándose progresivamente en 2011, hasta alcanzar un valor de 360 pb de promedio en diciembre, frente a los 247 pb que registró en media en diciembre de 2010.