

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

1 La situación económica general

La recuperación económica observada por la economía mundial durante el último trimestre del año 2011 continuó durante los primeros meses de 2012, aunque duró poco tiempo debido a un deterioro de la confianza de los agentes económicos. En las economías desarrolladas, la actividad económica se ralentizó, debido al elevado grado de incertidumbre persistente como consecuencia de las tensiones en los mercados financieros y del agravamiento de la crisis de la deuda soberana que afectó a varios países de la zona del euro. También se vio afectada por el saneamiento de los balances de las empresas públicas y privadas y por la debilidad del mercado laboral y del sector de la construcción. Adicionalmente, la incertidumbre sobre el incremento de la presión fiscal y del techo de endeudamiento en Estados Unidos contribuyó a que el ritmo de crecimiento se debilitara y la recuperación fuese más lenta.

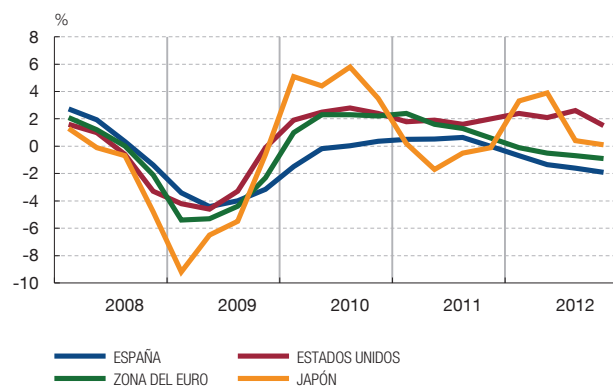
El crecimiento económico de algunas economías emergentes se ralentizó durante 2012, debido al elevado nivel de incertidumbre y a los efectos de las medidas de política monetaria restrictivas adoptadas con anterioridad. No obstante, las tasas de crecimiento se mantuvieron en general elevadas en comparación con las registradas en las economías de los países desarrollados.

En 2012, la tasa de paro en el área OCDE permaneció en niveles muy elevados, especialmente en los países de la Unión Europea. La ralentización del comercio internacional, que comenzó en 2010, se intensificó a lo largo de 2012. Por su parte, fruto del menor crecimiento de la actividad, la tasa de inflación media anual de los países de la OCDE se situó en el 2,2 % para 2012, reduciéndose desde el 2,9 % registrado un año antes. Igualmente, en las economías emergentes la inflación se redujo de manera moderada, si bien destacó la caída más significativa en el caso de la economía china, al registrar una tasa de crecimiento más suave en relación con los ejercicios precedentes.

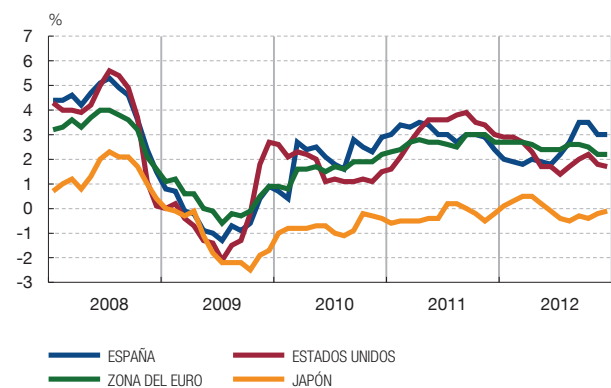
La economía de Estados Unidos creció a un ritmo más fuerte que el registrado un año antes, ya que para el conjunto de 2012 el producto interior bruto (PIB) creció en promedio un 2,2 %, superior al 1,8 % registrado un año antes (véase su evolución trimestral en el gráfico 1.1). Durante el primer semestre el crecimiento fue débil, ganando algo de impulso durante la segunda mitad del año, como consecuencia de un incremento del gasto en consumo y en inversión residencial privada, y una ligera contribución positiva del sector exterior. Esta evolución estuvo relativamente condicionada por la caída de la confianza empresarial ante la incertidumbre del denominado «abismo fiscal», que supondría, de no llegarse a un acuerdo sobre los presupuestos, un incremento automático de la presión fiscal y un recorte de los gastos a partir de 2013.

Por lo que respecta a los precios, la inflación en términos del IPC fue del 1,7 % en diciembre, inferior al 3 % registrado en el mismo mes de 2011, como consecuencia principalmente de la caída de precios de los alimentos no elaborados. La inflación subyacente (es decir, excluyendo del índice general los precios de los alimentos no elaborados y de la energía) se mostró más estable, ya que para el mes de diciembre de 2012 fue del 1,9 %, inferior al 2,2 % registrado en el mismo período del año anterior. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo los tipos de interés oficiales en un rango objetivo entre el 0 % y el 0,25 %, vigentes desde finales de 2008, y señaló que existe una alta probabilidad de que se mantengan en niveles bajos hasta mediados de 2015. Adicionalmente, explicó

PRODUCTO INTERIOR BRUTO (a)



PRECIOS DE CONSUMO (a)



FUENTE: Banco de España.

a Tasas de variación interanual.

que los tipos de interés permanecerán en niveles bajos, en tanto en cuanto la tasa de paro no descienda por debajo del 6,5 % y la tasa de inflación esperada para un horizonte temporal entre uno y dos años no se sitúe por encima del 2,5 %. En junio y, posteriormente, en diciembre decidió prorrogar su política de ampliar la vida media de sus tenencias de valores y en septiembre inició la tercera ronda de inyección de fondos mediante la compra de valores respaldados por hipotecas, con el triple objetivo de presionar a la baja los tipos de interés a largo plazo, apoyar al mercado hipotecario y hacer más acomodaticias las condiciones financieras.

En Japón, el crecimiento económico en 2012 fue muy volátil. Durante los dos primeros trimestres, el PIB registró tasas de crecimiento superiores al 3 % debido al incremento del gasto público para reconstruir los daños del terremoto y del *tsunami* ocurrido en 2011. En los dos últimos trimestres, por el contrario, el PIB registró tasas de crecimiento inferiores al 0,5 %, debido, entre otros factores, a la fortaleza del yen, que provocó que se registrase por primera vez un déficit por cuenta corriente. Para el conjunto del año y en promedio, el PIB creció un 1,9 %, muy por encima del -0,5 % registrado en 2011. Respecto a la evolución de los precios, la tasa de inflación, que fue positiva durante la primera mitad del año, pasó a registrar valores negativos en la segunda mitad, terminando en diciembre en un -0,1 %, similar al -0,2 % registrado un año antes. 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 entre el 0 % y el 0,1 %, amplió su conjunto de medidas de apoyo, incluyendo la provisión de liquidez a corto plazo, aumentando su programa de compra de activos y dando facilidades de préstamos a las instituciones financieras, supeditado a la concesión por parte de estas de nuevos créditos a los agentes finales de la economía. Los problemas para aprobar las leyes de ajuste fiscal provocaron la convocatoria de elecciones generales, permitiendo al nuevo Gobierno aprobar la ley de presupuestos.

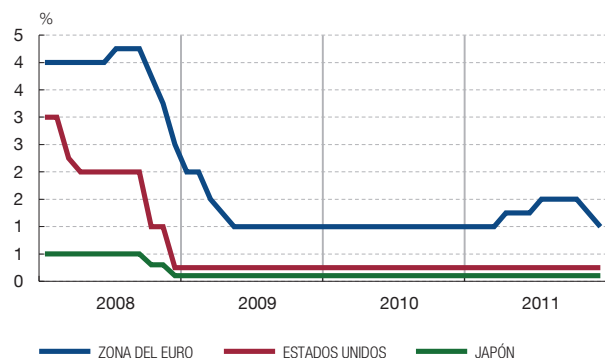
En el Reino Unido, la tasa de variación anual del PIB registró en promedio un valor del 0 % en 2012, frente al 0,9 % del año anterior. La inflación medida en términos de IPC armonizado fue del 2,7 % en diciembre, inferior al 4,2 % registrado un año antes. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5 % y amplió su programa de compras de valores en 100 mm de libras, hasta alcanzar un total de 375 mm de libras.

La zona del euro entró en recesión en 2012, tras dos años de moderado crecimiento, debido a un conjunto de factores que operaron en la dirección de debilitar la demanda interna, tales como los procesos de saneamiento de los balances del sector privado, el alto nivel de desempleo, el tono restrictivo de las políticas fiscales en varios países de la zona, y el empeoramiento de la confianza de los agentes en la parte central del año, derivado de las mayores tensiones en los mercados de deuda y del proceso de fragmentación financiera. El PIB, que se había estancado durante el primer trimestre se contrajo en términos interanuales a partir del segundo (véase su evolución en el gráfico 1.1), y presentó una caída del 0,5 % en el conjunto del año, frente a un crecimiento del 1,5 % en 2011. Además se observaron, al igual que en el ejercicio anterior, divergencias entre países, pues frente al ligero crecimiento de la economía alemana destacó la contracción económica en los países más afectados por la crisis de la deuda soberana, que siguieron acometiendo reformas estructurales y aplicando medidas restrictivas de política fiscal.

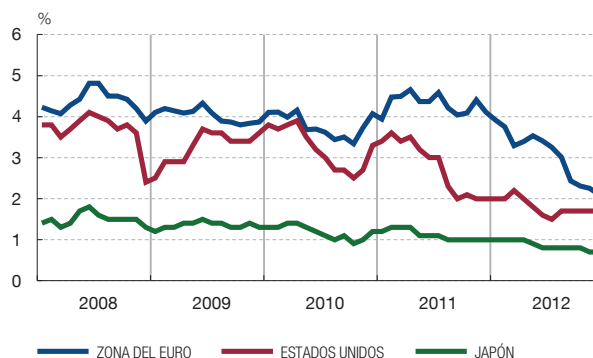
La inflación del área registró valores positivos y por encima del 2 % durante todo el año, resultado de los altos precios de la energía y del incremento de los impuestos indirectos en los países en que era necesario conseguir la consolidación fiscal. La tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) registró en diciembre un 2,2 %, frente al 2,7 % registrado un año antes. En cuanto a la política monetaria, el BCE redujo en el mes de julio el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos (pb), fijándolo en el 0,75 %, su nivel histórico más bajo. Adicionalmente, en 2012, el BCE tomó una serie de medidas no convencionales para mejorar los mecanismos de transmisión de política monetaria y facilitar la financiación al sector real de la economía. Cabe destacar, en este sentido, la celebración de la segunda operación de financiación a tres años, la continuación de la política de adjudicación plena y a tipo de interés fijo, y la introducción de medidas adicionales para incrementar el colateral disponible por parte de las entidades de contrapartida. Además, en agosto, para alejar las dudas infundadas sobre la irreversibilidad del euro, el BCE anunció la creación del programa de operaciones monetarias de compraventa, cuyas características fueron concretándose en los meses siguientes. El anuncio de este nuevo programa de compras tuvo un gran efecto estabilizador sobre los mercados y, en octubre, el programa de compraventa de valores (SMP), que se había iniciado en mayo de 2010, se dio por finalizado. Finalmente, en diciembre prorrogó los acuerdos *swaps* de divisas con otros bancos centrales hasta febrero de 2014.

En la economía española se mantuvo, a lo largo del ejercicio, una senda de contracción de la actividad, como consecuencia del deterioro de la confianza —que se vio negativamente afectada por el agravamiento de la crisis de la deuda soberana en los meses centrales del año—, la debilidad del mercado de trabajo, las estrictas condiciones de financiación de los hogares y empresas no financieras y el desendeudamiento de estos agentes. La caída del producto se acentuó al final del año, debido en parte a factores transitorios vinculados a los efectos de corto plazo de la consolidación fiscal, que lastraron la demanda privada y, en particular, el consumo privado. La caída de la demanda nacional fue compensada parcialmente por un comportamiento favorable de la demanda exterior neta, como resultado de una notable disminución de las importaciones y de la expansión de las exportaciones. En el conjunto del año, el PIB registró una caída del 1,4 %, frente al aumento del 0,4 % de 2011. En cuanto a los precios, el IAPC registró en diciembre una tasa interanual del 3 %, frente al 2,4 % de diciembre de 2011, evolución que estuvo condicionada por el impacto del alza del IVA y las subidas de precios regulados. Con ello, el diferencial de inflación con la UEM, medido a través del IAPC, se situó en 0,8 puntos porcentuales (pp), frente al -0,3 pp registrado en 2011.

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.

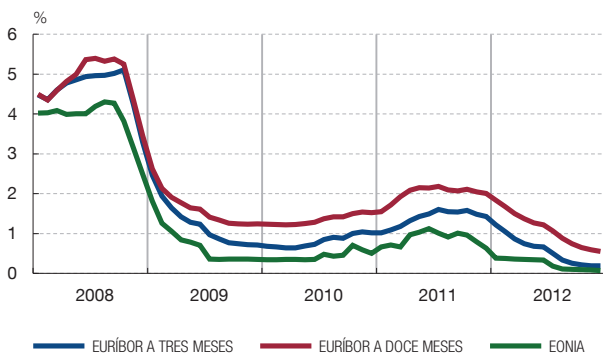
1.2 Los mercados financieros internacionales

La evolución de los mercados financieros internacionales continuó, como en años anteriores, marcada por un alto grado de incertidumbre y por las tensiones financieras en el área del euro, que fueron especialmente intensas durante los meses centrales del año, hasta el punto de que se generaron dudas entre algunos participantes sobre la irreversibilidad del euro. En este contexto, los bancos centrales mantuvieron los tipos de interés en los bajos niveles alcanzados y adoptaron nuevas medidas no convencionales. Como se ha dicho, el BCE anunció en agosto el programa de operaciones monetarias de compraventa. Esta medida, junto con otras actuaciones en el ámbito europeo (como el acuerdo del Consejo Europeo de diciembre de 2012 para la creación de un supervisor bancario europeo único) y nacional (avances en el proceso de saneamiento y reestructuración del sistema bancario, y las medidas de consolidación fiscal), contribuyó a la relajación de las tensiones durante la segunda parte del año.

Los tipos de interés a largo plazo evolucionaron a la baja, aunque de forma diferente en las principales áreas económicas (véase gráfico 1.2). Dentro de la zona del euro hay que diferenciar claramente entre cómo evolucionaron los tipos de interés a largo plazo de los países no afectados por la crisis de la deuda soberana y cómo lo hicieron los de los países que sí estuvieron afectados. A modo de ejemplo, en Alemania los tipos de interés de la deuda pública a diez años, que en promedio de diciembre de 2011 terminaron en niveles del 1,93 %, descendieron ligeramente en los siete primeros meses del año, para repuntar ligeramente hasta octubre y, posteriormente, volver a descender terminando diciembre en promedio en niveles del 1,30 %, lo que representa una reducción de 63 pb para el conjunto del año. En el caso de España, en valores promedio y durante el mismo período, se pasó del 5,50 % de diciembre de 2011 al 6,79 % de julio y al 5,34 % de diciembre de 2012, lo que supone una reducción de 16 pb para el conjunto del año. En Estados Unidos, el tipo de interés de la deuda pública a diez años se situó en promedio en diciembre de 2012 en un 1,70 %, frente al 2 % del mismo mes de 2011, es decir, un recorte de 30 pb. Por tanto, el diferencial de rentabilidades a diez años entre Estados Unidos y Alemania se incrementó en 2012, pasando de 7 pb a 40 pb. En el caso de Japón, el descenso registrado en la rentabilidad promedio del mes de diciembre con respecto al año anterior fue de 30 pb, situándose en un 0,70 %.

Por otro lado, la evolución de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios del área del euro fue claramente a la baja (véase gráfico 1.3), resultado de las expectativas de bajada de tipos por parte del BCE, del fuerte volumen inyectado mediante las dos ope-

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.

raciones de financiación a tres años y del mantenimiento de la política de adjudicación plena y a tipo de interés fijo. El resultado para el conjunto del año fue que el EURIBOR a doce meses se situó en promedio de diciembre de 2012 en torno al 0,55 %, 146 pb por debajo del registrado en diciembre de 2011, mientras que el EURIBOR a tres meses se situó en el 0,19 %, 124 pb por debajo de la cifra alcanzada el año anterior. En los plazos más cortos, el EONIA acumuló un descenso a lo largo del año de 56 pb, cerrando con un valor promedio para diciembre de 2012 de 0,07 %.

En cuanto a la renta variable, el año 2012 se caracterizó, a pesar del entorno global de bajo crecimiento, por un aumento generalizado de los principales índices bursátiles y disminución de la volatilidad. El resultado fue que, en Estados Unidos, el índice S&P 500 terminó el año con una revalorización del 13,4 %, frente al 0 % del año 2011. En Japón, el índice Nikkei se revalorizó casi un 23 %, tras registrar un descenso el año anterior del 17,3 %. En el área del euro, el DJ EUROSTOXX 50 se saldó con un aumento para 2012 del 13,8 %, en contraste con el descenso del 17,1 % registrado en 2011. El mercado español evolucionó de forma distinta al europeo, registrando el Ibex 35 unas pérdidas acumuladas en 2012 del 4,65 %, inferiores, no obstante, a las registradas un año antes, del 13,1 %.

En los mercados cambiarios, la evolución del euro vino marcada por la percepción de los agentes económicos de la evolución futura del nivel de actividad económica y de la crisis de la deuda soberana. El euro se apreció ligeramente con respecto al dólar estadounidense hasta el mes de abril, para llegar a depreciarse hasta el mes de julio en torno a un 8 %. Tras el anuncio por parte del BCE del programa de operaciones monetarias de compra-venta, el euro se apreció significativamente contra el dólar estadounidense y la volatilidad se redujo considerablemente; de este modo, el euro cotizó a finales de diciembre próximo al nivel de 1,32 dólares estadounidenses, lo que representa una apreciación del 2 % respecto a los niveles de comienzos de año. El tipo de cambio nominal efectivo del euro se depreció en 2012 un 0,4 % con respecto a las divisas de sus veinte principales socios comerciales. El dólar estadounidense cotizaba respecto al yen a finales de año en torno a 86,75, lo que representó una apreciación de casi el 13 % a lo largo del año.

1.3 El mercado de deuda pública en España

Las dificultades que caracterizaron al mercado europeo de deuda pública desde que en 2010 comenzó la crisis de la deuda soberana persistieron al igual que en 2011 a

lo largo de 2012. A pesar de estas tensiones, el Tesoro español completó su programa de financiación, y, aunque con altibajos, finalmente a un coste inferior al registrado en 2011. Las nuevas oleadas de crisis de confianza en los mercados de deuda soberana de la zona del euro tuvieron lugar fundamentalmente entre abril y julio de 2012, en un entorno de dudas crecientes en el mercado sobre la irreversibilidad del euro y de deterioro de las expectativas sobre la evolución de la economía real. Esta incertidumbre fue reduciéndose durante el segundo semestre una vez que se fueron conociendo los detalles del programa de operaciones monetarias de compraventa del Banco Central Europeo, el papel del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y el del supervisor bancario europeo. En este contexto, las principales agencias de calificación crediticia rebajaron el *rating* de deuda soberana de varios países, entre ellos España.

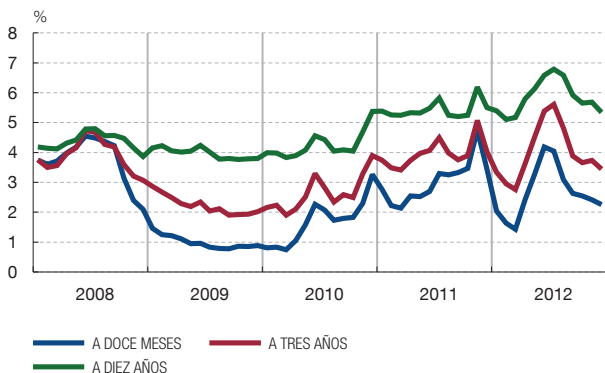
En efecto, en 2012 las tres principales agencias de calificación rebajaron nuevamente el *rating* de la deuda pública española, tal como hicieron el año anterior. Standard & Poor's rebajó la calificación desde AA- (vigente desde octubre de 2011) a A en enero, a BBB+ en abril y a BBB- en octubre. Por su parte, Moody's la rebajó desde A1 (vigente desde octubre de 2011) a A3 en febrero y a Baa3 en junio. Finalmente, Fitch rebajó su nota desde AA- (vigente desde octubre de 2011) a A en enero y BBB en junio.

Durante el año 2012, tanto los bonos como las obligaciones tuvieron una aportación positiva en términos nominales a la financiación neta del Estado, registrando una emisión neta en cada uno de estos segmentos de 39.374 millones y 27.565 millones de euros, respectivamente. Por su parte, la emisión neta de letras del Tesoro fue negativa por un total de -5.995 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 29,1 % (frente al 25,4 % en 2011), 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 (57,7 % en 2012).

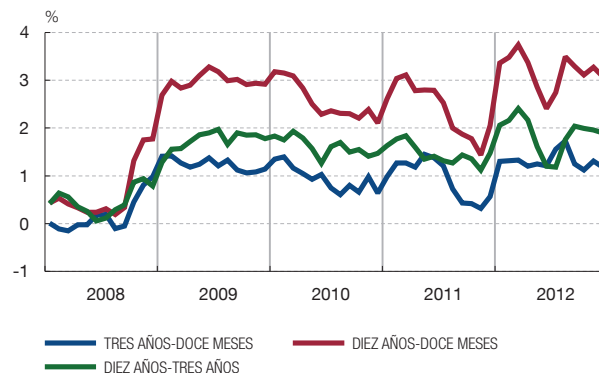
Los tipos marginales de las subastas replicaron la tendencia mostrada por las rentabilidades del mercado secundario, que vino determinada por los diversos episodios de crisis de confianza por los que atravesó la deuda soberana. Como muestra el gráfico 1.4, los rendimientos de la deuda pública española 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 julio, y finalmente ceder de forma significativa hasta el mes de diciembre. Así, el rendimiento de las letras a doce meses terminó en promedio de ese mes en el 2,26 %, es decir, 119 pb por debajo 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 diez años cerraron el año en niveles de 3,44 % y 5,34 %, representando un descenso de 58 pb y 16 pb, respectivamente, al compararlas con los valores promedio registrados en diciembre de 2011. Por lo tanto, el diferencial diez-tres años se situó en diciembre de 2012 en 190 pb, superior a los 148 pb observados un año antes, mientras que los diferenciales tres años-doce meses y diez años-doce meses repuntaron 61 pb y 103 pb, situándose en 118 pb y 308 pb, respectivamente.

Esta evolución de las rentabilidades de la deuda pública española se tradujo en una ampliación del diferencial a diez años con respecto a la rentabilidad de Alemania, al aumentar en 2012 en 47 pb y situarse en promedio en diciembre de 2012 en 404 pb.

RENTABILIDADES POR PLAZOS



DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD POR PLAZOS



FUENTE: Banco de España.

La negociación en los mercados secundarios de deuda durante 2012 experimentó una reducción del 29,3 % respecto al año anterior. Este recorte de la negociación se produjo tanto en el segmento de letras del Tesoro (-20 %) como en el de bonos y obligaciones del Estado (-32,2 %), y tanto en la negociación entre titulares (-23,1 %) como con terceros (-34,3 %). Por instrumentos, el perfil de 2012 fue muy parecido al del año anterior, correspondiendo el grueso de la negociación a los bonos y obligaciones no segregados, que representaron el 76,9 % del total, frente al 20,6 % de las letras del Tesoro. Por tipo de operación y para el conjunto del mercado, las operaciones *repo* representaron en 2012 un 20,5 %, similar al 20,7 % de 2011. La negociación al contado descendió ligeramente desde el 34,3 % de 2011 hasta el 33,1 %. Por su parte, la cuota de contratación en simultáneas, que sigue siendo el tipo de operación predominante, se incrementó ligeramente desde el 43,9 % de 2011 al 45,4 %. 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.