

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

1.1 La situación económica general

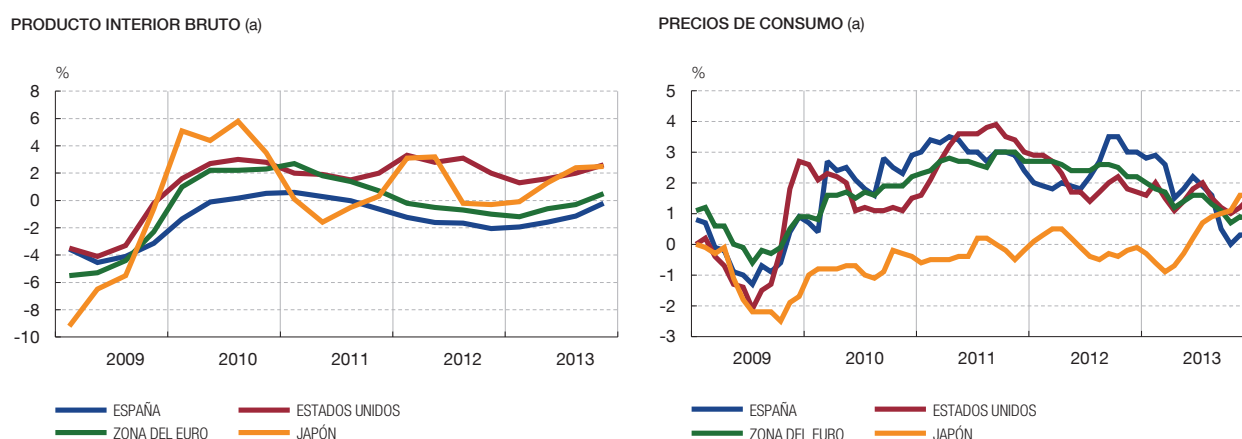
La ligera recuperación económica observada por la economía mundial durante 2012 continuó en 2013 a pesar del elevado grado de incertidumbre, aunque siguió siendo frágil y heterogénea entre los distintos países. Las economías emergentes registraron en general tasas de crecimiento y de inflación mayores que las economías desarrolladas. El bajo nivel de actividad económica y el elevado grado de incertidumbre vinieron motivados por diversos factores, tales como la debilidad del mercado laboral, las reformas estructurales, la continuación del proceso de consolidación fiscal en determinados países, la reestructuración de los balances de las empresas públicas y privadas, la orientación futura de las políticas monetarias de los distintos bancos centrales y las tensiones geopolíticas en algunos países de oriente y en el norte de África. A pesar de todo ello, se produjo una mejora en la confianza de los agentes económicos, que partía de niveles bajos, y se redujeron las tensiones en los mercados financieros y las derivadas de la crisis de la deuda soberana que viene afectando a varios países de la zona del euro.

La economía de Estados Unidos creció a un ritmo más lento que el registrado un año antes, ya que para el conjunto de 2013 el producto interior bruto (PIB) creció en promedio un 1,9 %, inferior al 2,8 % registrado en 2012 (véase su evolución trimestral en el gráfico 1.1). Durante el primer semestre el crecimiento fue débil, ganando impulso durante la segunda mitad del año al aumentar el consumo y la inversión privada a medida que mejoraba la situación en el mercado laboral, en el sector de la construcción y en las condiciones financieras. La aportación del sector público al PIB fue negativa, y la del comercio exterior —aunque positiva—, prácticamente nula.

Por lo que respecta a los precios, la inflación en términos del IPC fue del 1,5 % en diciembre, inferior al 1,7 % registrado en el mismo mes de 2012, como consecuencia principalmente de la caída de precios energéticos y la elevada capacidad productiva ociosa. La inflación subyacente (es decir, excluyendo del índice general los precios de los alimentos no elaborados y de la energía) fue del 1,7 % en diciembre de 2013, inferior al 1,9 % registrado en el mismo mes del año anterior.

En este contexto, la Reserva Federal mantuvo los tipos de interés oficiales en un rango objetivo de entre el 0 % y el 0,25 %, en un entorno de bajo crecimiento y con tasas de inflación y de creación de empleo por debajo de sus objetivos a largo plazo, es decir, un 2,5 % para la tasa de inflación y una tasa de paro inferior al 6,5 %. La incertidumbre en los mercados afectó al nivel de actividad económica, sobre todo a partir de mayo respecto al momento y cuantía en que la Reserva Federal empezaría a reducir su programa de compras y a partir de octubre con la paralización del sector público por haberse alcanzado el techo de gasto permitido y no lograr un nuevo acuerdo, suavizándose las tensiones a finales de diciembre, cuando se alcanzó un acuerdo temporal.

En Japón, el PIB registró tasas de crecimiento positivas a partir del segundo trimestre, acelerándose a medida que transcurrió el año (véase su evolución trimestral en el gráfico 1.1) y registrando en promedio para el conjunto del año un 1,6 %, frente al 1,5 % registrado en 2012. El crecimiento se basó en la fortaleza de la demanda nacional y en un aumento de las exportaciones como consecuencia de la depreciación del yen. Respecto a la evolución de los precios, la tasa de inflación registró tasas positivas desde el mes de junio,



FUENTE: Banco de España

a Tasas de variación interanual.

terminando diciembre con una tasa interanual del 1,6 %, frente al -0,1 % registrado un año antes.

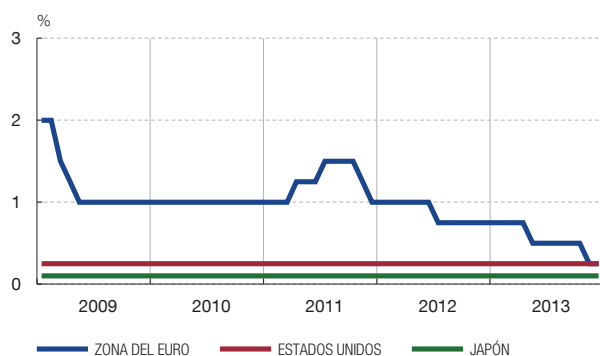
El Banco de Japón mantuvo el tipo oficial del dinero en un rango de entre el 0,0 % y el 0,1 %, y continuó con su política fiscal y monetaria acomodaticia para estimular la economía y luchar contra la deflación, tratando de conseguir su objetivo de inflación del 2 % para 2015.

La zona del euro, que entró en recesión en 2012, empezó a mostrar signos de mejora durante 2013 gracias al sector exterior y a un comportamiento menos negativo de la demanda nacional, ya que continuaron los procesos de saneamiento de los balances del sector privado, el alto nivel de desempleo y el tono restrictivo de las políticas fiscales en varios países de la zona. El PIB (con tasas de variación negativas durante los tres primeros trimestres, aunque cada vez menores) registró una tasa de crecimiento del 0,5 % en el último trimestre (véase su evolución en el gráfico 1.1), lo que supone en promedio una caída del 0,4 % en el conjunto del año, inferior al 0,6 % de 2012. Además, se observaron, al igual que en el ejercicio anterior, divergencias entre países, pues, frente al ligero crecimiento de las economías alemana y francesa, destacó la contracción económica en los países más afectados por la crisis de la deuda soberana.

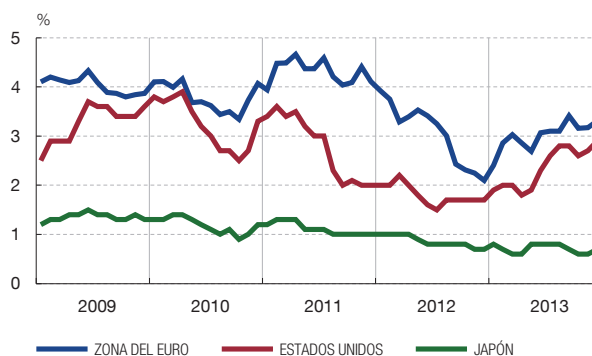
La tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) registró en diciembre de 2013 un 0,8 %, frente al 2,2 % registrado un año antes, como consecuencia de la fuerte caída de los precios de la energía y de la alimentación.

En cuanto a la política monetaria, el BCE redujo en mayo y noviembre el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos (pb), fijándolo en el 0,25 %, su nivel histórico más bajo. Desde el mes de julio el BCE proporciona una orientación de su política monetaria, confirmando que mantendrá los tipos de interés oficiales en niveles bajos por un largo período de tiempo. En noviembre confirmó la continuación de la política de adjudicación plena y a tipo de interés fijo hasta julio de 2015.

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.

La economía española registró tasas de variación interanual del PIB negativas durante todos los trimestres, aunque cada vez menores (véase su evolución en el gráfico 1.1), si bien en tasa intertrimestral pasó de ser negativa a registrar un signo positivo a partir del tercer trimestre. El conjunto del año se cerró con una caída del 1,2 %, frente a la caída del 1,6 % en 2012. La debilidad del mercado de trabajo, las estrictas condiciones de financiación de los hogares y empresas no financieras y el desendeudamiento de estos agentes siguen lastrando el consumo privado y la inversión. Como en años anteriores, la caída de la demanda nacional fue compensada parcialmente por un comportamiento favorable del sector exterior. En cuanto a los precios, el IAPC registró en diciembre una tasa interanual del 0,3 %, frente al 3 % de diciembre de 2012; y el diferencial de inflación con la UEM, medido a través del IAPC, fue de -0,5 puntos porcentuales (pp), frente a los 0,8 pp registrados en 2012.

1.2 Los mercados financieros internacionales

La situación de los mercados financieros internacionales mejoró en 2013, aunque continuó inmersa en un elevado grado de incertidumbre y no desaparecieron totalmente las tensiones financieras en el área del euro. Las medidas y orientaciones de política monetaria adoptadas por los bancos centrales, los avances en la definición del papel que ha de desempeñar el BCE en el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y el progreso de los Gobiernos con las reformas estructurales y la consolidación fiscal permitieron una mejoría de la situación económica general, de la confianza de los agentes económicos y de las condiciones financieras en los mercados. Aunque disminuyó respecto al año anterior, el grado de fragmentación entre los distintos países de la zona del euro continuó siendo elevado.

Los tipos de interés a largo plazo evolucionaron al alza tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, y se mantuvieron en Japón (véase gráfico 1.2). En la zona del euro en su conjunto, los tipos de interés de la deuda pública a diez años cerraron en promedio, en diciembre de 2013, en niveles del 3,31 %, lo cual representa un repunte de 121 pb respecto al mismo mes del año anterior. Dentro de la zona del euro, hay que diferenciar claramente entre la evolución al alza de los tipos de interés a largo plazo de los países no afectados por la crisis de la deuda soberana y la evolución a la baja en los países afectados. En Alemania, los tipos de interés de la deuda pública a diez años cerraron en promedio, en diciembre de 2013, en niveles del 1,80 %, lo cual representa un repunte de

50 pb para todo el año. En el caso de España, en valores promedio y durante el mismo período, se pasó del 5,34 % al 4,14 % en diciembre del 2013, lo que supone una reducción de 120 pb para el conjunto de 2013. En Estados Unidos, el tipo de interés de la deuda pública a diez años se situó en promedio, en diciembre de 2013, en un 2,90 %, frente al 1,70 % del mismo mes de 2012, es decir, un aumento de 120 pb. Por tanto, el diferencial de rentabilidades a diez años entre Estados Unidos y Alemania se incrementó en 2013, pasando de 40 pb a 110 pb. En el caso de Japón, la rentabilidad promedio del mes de diciembre se mantuvo en el mismo nivel del 0,70 % que el registrado en diciembre del año anterior.

Por otro lado, los tipos de interés negociados en los mercados monetarios del área del euro se mantuvieron en niveles muy bajos (véase gráfico 1.3), resultado de las bajadas de tipos por parte del BCE, del todavía elevado saldo vivo en las operaciones de financiación a tres años, a pesar del reembolso parcial de las entidades, junto con el mantenimiento por parte del BCE de la política de adjudicación plena y a tipo de interés fijo. El resultado para el conjunto del año fue que el euríbor a doce meses se situó, en promedio de diciembre de 2013, en torno al 0,54 %, 1 pb por debajo del registrado en diciembre de 2012; mientras que el euríbor a tres meses se situó en el 0,27 %, 8 pb por encima del valor registrado el año anterior. En los plazos más cortos, el eonia acumuló una subida durante el año de 10 pb, cerrando con un valor promedio para diciembre de 2013 del 0,17 %.

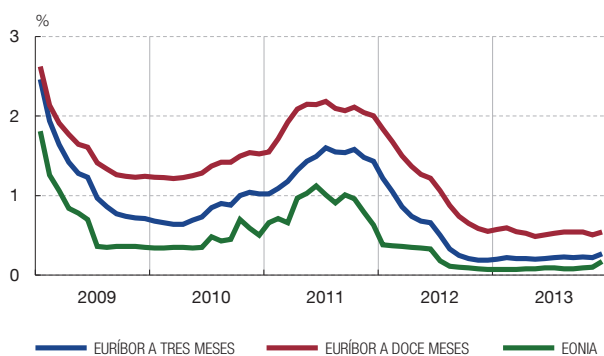
En cuanto a la renta variable, el año 2013 se caracterizó por un fuerte aumento de los principales índices bursátiles, en un entorno de volatilidad algo superior a la registrada el año anterior, sobre todo en la segunda mitad del año, tras el aumento de la incertidumbre sobre el programa de compras de valores por parte de la Reserva Federal. El resultado fue que, en Estados Unidos, el índice S&P 500 terminó el año con una revalorización próxima al 30 %, frente al 13,41 % del año anterior. En Japón, el índice Nikkei se revalorizó algo más del 56 %, tras casi el 23 % de 2012. En el área del euro, el EUROSTOXX 50 se saldó con un aumento para 2013 de casi un 18 %, superior al 14 % de 2012. El mercado español se revalorizó en mayor medida que el europeo, registrando el IBEX-35 unas ganancias acumuladas en 2013 superiores al 21 %, frente a las pérdidas de casi el 5 % de 2012.

En los mercados de divisas, el hecho más significativo de 2013 fue la fuerte depreciación del yen japonés, que acumuló una pérdida de valor superior al 26 % respecto al euro y superior al 21 % respecto al dólar estadounidense, cotizando al cierre del ejercicio con respecto a estas monedas ligeramente por encima de los niveles de 144 y 105, respectivamente. El euro se apreció más del 4 % respecto al dólar estadounidense, cotizando a finales de diciembre por encima del nivel de 1,37 dólares estadounidenses. El tipo de cambio nominal efectivo del euro se apreció en 2013 un 5,1 % con respecto a las divisas de sus veinte principales socios comerciales.

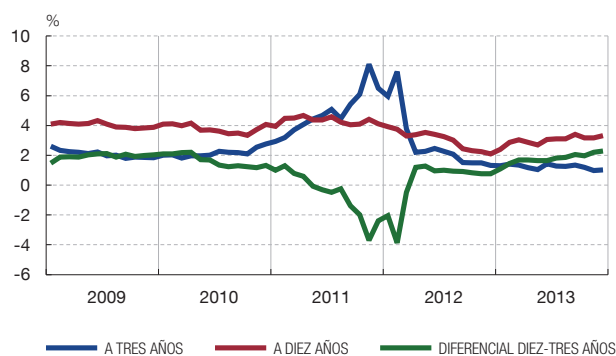
1.3 El mercado de deuda pública en España

España recuperó la confianza de los inversores debido al esfuerzo realizado por el Gobierno con las reformas estructurales, la contención del déficit público y el fuerte ajuste realizado por el sector privado, lo que parece indicar el comienzo de la recuperación económica, a pesar de que la crisis aún no se ha dado por finalizada. El Tesoro Público cumplió su programa de financiación en 2013 a un coste de financiación menor que en 2012 y en un entorno de menor volatilidad gracias al programa OMT del Banco Central Europeo y al papel del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y del MUS.

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.

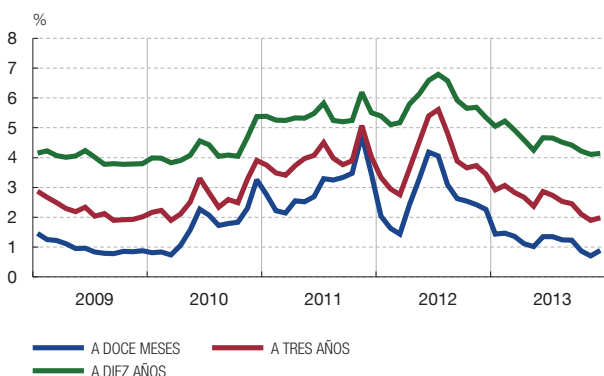
Las principales agencias de calificación crediticia mantuvieron a lo largo de 2013 el *rating* de la deuda soberana española: Standard & Poor's en BBB- (vigente desde octubre de 2012), Moody's en Baa3 y Fitch en BBB (vigentes desde junio de 2012).

Durante el año 2013, los bonos y las obligaciones tuvieron la principal aportación a la financiación del Estado, registrando una emisión neta positiva en términos nominales de 41.006,9 millones y 24.748,6 millones de euros, respectivamente. Por su parte, la emisión neta de letras del Tesoro se cifró en 4.561,3 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 32 % (frente al 29,1 % de 2012), 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 (55,4 % en 2013).

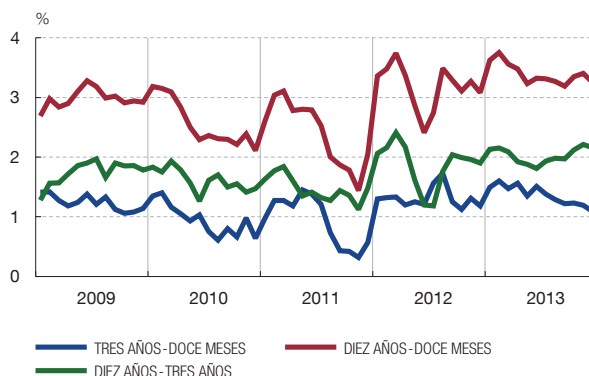
Los tipos marginales de las subastas replicaron la evolución que mostraron las rentabilidades del mercado secundario. Como muestra el gráfico 1.4, los rendimientos de la deuda pública española tuvieron un comportamiento similar en todos los tramos de la curva, cediendo de forma considerable en enero, para continuar con una ligera tendencia descendente hasta junio y, tras un pequeño repunte en los meses centrales, volver en agosto a la senda descendente hasta finales de año. Así, el rendimiento de las letras a doce meses terminó en promedio, en el mes de diciembre, en el 0,89 %, es decir, 137 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 a diez años cerraron el año en niveles del 1,98 % y del 4,14 %, representando un descenso de 146 pb y 120 pb, respectivamente, al compararlos con los valores promedio registrados en diciembre de 2012. Por lo tanto, el diferencial diez-tres años se situó en diciembre de 2013 en 216 pb (190 pb en 2012), el diferencial tres años-doce meses en 109 pb (118 pb en 2012) y el diferencial diez años-doce meses en 325 pb (308 pb en 2012).

Esta evolución de las rentabilidades de la deuda pública española se tradujo en una reducción del diferencial a diez años con respecto a Alemania de 170 pb, situándose en promedio de diciembre de 2013 en 234 pb.

RENTABILIDADES POR PLAZOS



DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD POR PLAZOS



FUENTE: Banco de España.

La negociación en los mercados secundarios de deuda durante 2013 experimentó un aumento del 4,9 % respecto al año anterior. Mientras que en el segmento de letras la negociación se redujo un 5,9 %, en el de bonos y obligaciones del Estado aumentó un 7,5 %. La negociación entre titulares aumentó un 13,4 % y con terceros se redujo un 3,3 %. Por instrumentos, el perfil de 2013 fue muy similar al de años anteriores, correspondiendo el grueso de la negociación a los bonos y obligaciones no segregados, que representó el 78,8 % del total, frente al 18,5 % de las letras del Tesoro. Por tipo de operación, y para el conjunto del mercado, las operaciones *repo* representaron en 2013 un 18,7 %, inferior al 20,5 % que representaban en 2012. La negociación al contado aumentó ligeramente, desde el 33,1 % de 2012 hasta el 33,8 %. Por su parte, la cuota de contratación en simultáneas, que sigue siendo el tipo de operación predominante, se incrementó ligeramente, desde el 45,4 % de 2012 al 45,9 %. 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.