

## 1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS



## 1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

### 1.1 La situación económica general

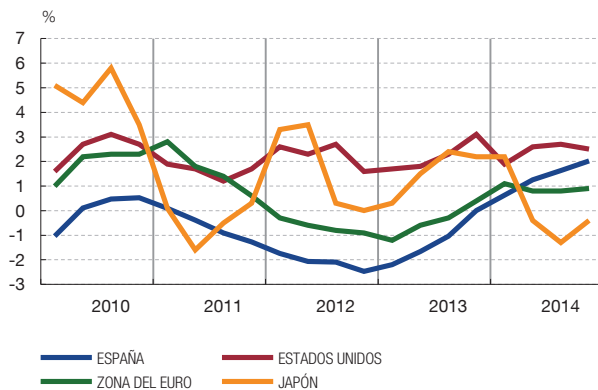
La economía mundial creció moderadamente en 2014, aunque dicho crecimiento siguió siendo frágil y heterogéneo entre los distintos países y regiones. Las economías desarrolladas se beneficiaron de diversos factores, tales como la reestructuración de los balances de las empresas privadas y la mejora del mercado laboral, al tiempo que los distintos bancos centrales continuaron aplicando políticas monetarias acomodaticias que contribuyeron, por un lado, a la reducción de las tensiones y de la volatilidad en los mercados financieros y, por otro, a la mejora de los niveles de confianza de los distintos agentes económicos. Por su parte, las tasas de crecimiento de las economías emergentes, aunque mayores que las registradas en las economías desarrolladas, fueron menores que en 2013, debido a la persistencia de ciertos obstáculos estructurales y a la existencia de unas condiciones financieras más duras. Por otra parte, los riesgos geopolíticos, derivados fundamentalmente del conflicto entre Rusia y Ucrania, y de las tensiones existentes en los principales países productores de petróleo, tuvieron un impacto bastante limitado en la actividad global. En 2014, tanto la inversión como el comercio mundial se mantuvieron en tasas de crecimiento débiles, aunque este último pareció repuntar en la segunda mitad del año. La caída de los precios del petróleo y, en menor medida, la de los precios de los alimentos contribuyeron a que la mayoría de los países registraran en 2014 tasas de inflación más bajas que en 2013.

La economía de Estados Unidos creció en 2014 a una tasa superior a la registrada un año antes y, así, el producto interior bruto (PIB) avanzó en promedio un 2,4 %, ligeramente por encima del 2,2 % registrado en 2013 (véase su evolución trimestral en el gráfico 1.1). Durante el primer trimestre, el crecimiento fue más débil como consecuencia de las condiciones climáticas adversas, ganando impulso a partir del segundo trimestre, al aumentar la demanda nacional como consecuencia de una política monetaria acomodaticia, de unas condiciones de financiación favorables, de cierta mejora en el mercado laboral y de un incremento de la riqueza derivado del aumento del precio de las viviendas y de las alzas bursátiles.

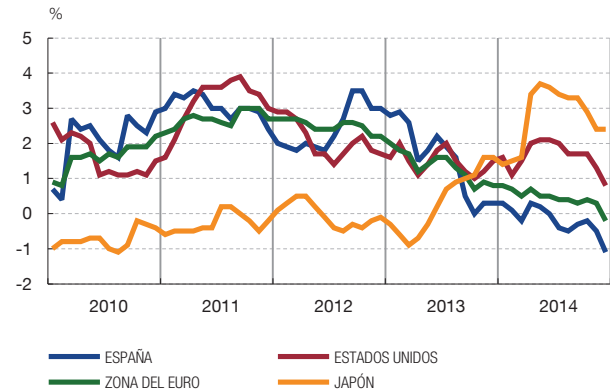
Por lo que respecta a los precios, la inflación en términos del IPC fue del 0,8 % en diciembre, inferior al 1,5 % registrado en el mismo mes de 2013, como consecuencia principalmente de la caída de los precios energéticos, la elevada capacidad productiva ociosa y la apreciación del dólar en la segunda mitad del año. La inflación subyacente (es decir, excluyendo del índice general los precios de los alimentos no elaborados y de la energía) fue del 1,6 % en el mes de diciembre de 2014, ligeramente inferior al 1,7 % registrado en el mismo mes del año anterior.

En este contexto, la Reserva Federal durante 2014 mantuvo los tipos de interés oficiales en un rango objetivo de entre el 0 % y el 0,25 %, y redujo gradualmente el volumen de su programa de compras de activos hasta que lo finalizó en octubre; no obstante, la Reserva Federal reinvierte los fondos procedentes de amortizaciones, de forma que el volumen de este programa se mantiene de forma estable en su balance. En marzo, a medida que la tasa de paro se aproximaba a su objetivo, situado entonces en el 6,5 %, y en ausencia de presiones inflacionistas, adoptó una orientación cualitativa de su política monetaria, afirmando que tendría en cuenta un conjunto de variables para determinar en qué momento cambiaría los tipos de interés.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO (a)



PRECIOS DE CONSUMO (a)



FUENTE: Banco de España.

a Tasas de variación interanual.

En Japón, el PIB registró tasas de crecimiento negativas a partir del segundo trimestre (véase su evolución trimestral en el gráfico 1.1), registrando en promedio para el conjunto del año una tasa de crecimiento del 0 %, muy por debajo del crecimiento del 1,6 % registrado en 2013. Esta reducción del nivel de actividad vino motivada por el incremento de los impuestos al consumo, por la caída de la inversión y por el débil comportamiento del sector exterior. Respecto a la evolución de los precios, la inflación registró tasas positivas y crecientes hasta el mes de junio, para ir reduciéndose gradualmente el resto del año y terminar en diciembre en el 2,4 %, frente al 1,6 % registrado un año antes.

El Banco de Japón mantuvo el tipo oficial del dinero en un rango de entre el 0 % y el 0,1 %, y continuó con su política monetaria acomodaticia incrementando el volumen de su programa de compra de activos.

La economía de la zona del euro prolongó la senda de gradual recuperación, si bien con un ritmo de crecimiento del PIB relativamente moderado (véase su evolución en el gráfico 1.1). Durante 2014 el PIB registró un incremento del 0,9 % en el conjunto del año, frente a la caída del 0,4 % observada en 2013. Además se observaron, al igual que en el ejercicio anterior, divergencias entre países, destacando durante 2014 el mejor comportamiento de las economías española y alemana. Por componentes, la recuperación se debió principalmente al incremento del consumo privado, mientras que la aportación de la inversión y del sector exterior, aunque positiva, fue reducida. La actividad económica vino impulsada por el aumento de la confianza de los consumidores y, en menor medida, de las empresas, así como por la incipiente mejoría del mercado de trabajo, la intensificación del carácter acomodaticio de la política monetaria del BCE y su traslación a las condiciones de financiación, el tono menos restrictivo de la política fiscal y, en la última parte del año, por la caída de los precios energéticos. No obstante, la intensidad de la recuperación económica en la zona del euro estuvo condicionada, entre otros aspectos, por el alto nivel de desempleo y de la capacidad productiva ociosa, las necesidades de consolidación de las cuentas públicas y el saneamiento de los balances del sector privado.

La tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) descendió a lo largo de 2014, registrando en diciembre de 2014 un valor negativo del -0,2 %,

frente al 0,8 % registrado un año antes, evolución que estuvo muy influida por la fuerte caída de los precios de la energía y la alimentación, en un contexto de debilidad de la demanda.

En cuanto a la política monetaria, el BCE redujo el tipo de interés oficial y de la facilidad de depósito en 10 pb tanto en junio como en octubre, fijándolos finalmente en el 0,05 % y el -0,20 %, respectivamente, sus niveles históricos más bajos. Con los tipos de interés oficiales en su límite inferior efectivo, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó otra serie de medidas no convencionales, dirigidas a intensificar el tono acomodaticio de la política monetaria. En particular, introdujo una serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y dos programas de compras de activos privados (uno de bonos de titulación de activos, denominado ABSPP, y otro de bonos garantizados, denominado CBPP3). Ya en el primer trimestre de 2015, el BCE amplió el programa de compras para incluir activos de deuda pública.

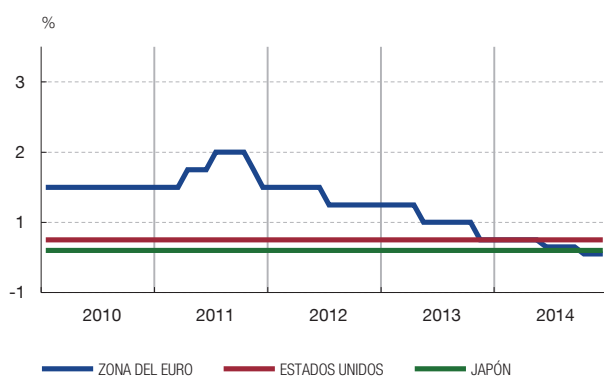
La economía española registró tasas de variación interanual del PIB positivas y crecientes durante todo el año, terminando el cuarto trimestre con un crecimiento del PIB del 2 % (véase su evolución en el gráfico 1.1). El conjunto del año se cerró con un crecimiento del 1,4 %, frente a la caída del 1,2 % en 2013, siendo el consumo privado el componente que más contribuyó a este crecimiento. En cuanto a los precios, el IAPC registró en diciembre una tasa interanual del -1,1 %, frente al 0,3 % de diciembre de 2013; de este modo, el diferencial de inflación con la UEM, medido a través del IAPC, fue de -0,9 pp en diciembre de 2014, frente a los -0,5 pp registrados en el mismo mes de 2013.

## 1.2 Los mercados financieros internacionales

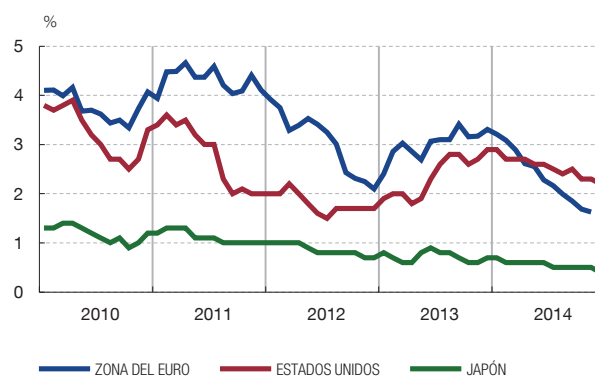
La situación de los mercados financieros internacionales en 2014 se caracterizó por el elevado grado de liquidez global, que se reflejó en nuevos descensos de los tipos de interés. La incertidumbre de los mercados se centró al principio del año en el ritmo de recuperación de las principales economías y, a medida que transcurría el año, en el ritmo al que la Reserva Federal de Estados Unidos iba a reducir el volumen de su programa de compras de activos. Otros elementos de incertidumbre han sido los asociados a los riesgos geopolíticos y a los efectos del descenso del precio del petróleo sobre algunos países productores. En la UEM se observó una cierta reintegración de los mercados financieros, que vino propiciada por el despliegue de nuevas medidas no convencionales de política monetaria del BCE y por los avances hacia una genuina unión económica y monetaria [y, en concreto, la asunción de la responsabilidad por parte del BCE de la supervisión bancaria dentro del marco del Mecanismo Único de Supervisión (MUS)].

Los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, en Japón y en la zona del euro evolucionaron a la baja (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 diciembre de 2014 en un nivel medio del 1,45 %, lo cual representa una reducción de 186 pb respecto al mismo mes del año anterior. Dentro de la zona del euro hay que resaltar la reducción del diferencial entre los tipos de interés a largo plazo de los países más afectados por la crisis de la deuda soberana y el resto. En Alemania, los tipos de interés de la deuda pública a diez años cerraron en promedio, en diciembre de 2014, en niveles del 0,59 %, lo cual representa una reducción de 121 pb para todo el año. En el caso de España, en valores promedio y durante el mismo período, se pasó del 4,14 % al 1,79 %, lo que supuso una reducción de 235 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 2014, en un 2,20 %, frente al 2,90 % del mismo mes de 2013, con lo que registró una reducción de 70 pb. Por tanto, el diferencial de rentabilidades a diez años entre Estados Unidos y Alemania se incrementó de nuevo en

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.

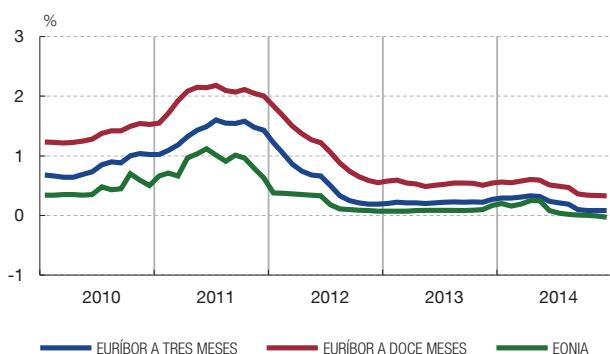
2014, pasando de 110 pb a 161 pb. En Japón, los tipos de interés de la deuda pública a diez años cerraron en promedio, en diciembre de 2014, en niveles del 0,40 %, lo que representa una reducción de 30 pb para todo el año.

Por otro lado, los tipos de interés en los mercados monetarios de la zona del euro se mantuvieron en niveles muy bajos, próximos al 0 % (véase gráfico 1.3), como reflejo de la política monetaria expansiva del BCE. El resultado para el conjunto del año fue que el euríbor a doce meses se situó en promedio, en diciembre de 2014, en torno al 0,33 %, 21 pb por debajo del registrado en diciembre de 2013, mientras que el euríbor a tres meses se situó en el 0,08 %, 19 pb por debajo del valor registrado el año anterior. En los plazos más cortos, el eonia tomó valores negativos a finales de año, cerrando con un valor promedio para diciembre de 2014 del -0,03 % y acumulando una bajada durante el año de 20 pb.

En cuanto a la renta variable, el año 2014, en un entorno de incertidumbre respecto a la evolución futura de las principales economías desarrolladas, se caracterizó en general por un aumento de los principales índices bursátiles, si bien muy inferior al registrado un año antes. En Estados Unidos, los datos macroeconómicos que se iban publicando indicaban una recuperación de la economía y el índice S&P 500 terminó el año con una revalorización próxima al 11,39 %, frente al 29,60 % del año anterior. En Japón, el índice Nikkei se revalorizó un 7,12 %, muy por debajo del 56,72 % de 2013, por la debilidad del comercio internacional. En el área del euro, el DJ EUROSTOXX 50 se saldó con un ligero aumento del 1,20 % para 2014, inferior al 17,95 % de 2013. El mercado español se revalorizó algo más que el índice europeo, registrando el IBEX 35 unas ganancias acumuladas en 2014 del 3,66 %, bastante inferiores a las ganancias del 21,42 % registradas en 2013.

En los mercados de divisas, el hecho más significativo durante 2014 fue la evolución alcista del dólar estadounidense, que acumuló una revalorización próxima al 12 % frente al euro y una apreciación cercana al 13,75 % frente al yen japonés. Al cierre del año, la divisa americana cotizaba en niveles próximos al 1,21 respecto al euro y al 120 respecto al yen japonés. El euro cerraba el año a 114,85 respecto al yen japonés, nivel muy similar al del cierre del año anterior, apreciándose un 0,1 %. El tipo de cambio nominal efectivo del euro

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.

se depreció en 2014 un 3,41 % con respecto a las divisas de sus treinta y nueve principales socios comerciales.

### 1.3 El mercado de deuda pública en España

La deuda pública española ha contado con una fuerte demanda por parte de los inversores, que se ha visto favorecida por múltiples factores, entre los que se encuentran la mejora de las perspectivas macroeconómicas, la contención del déficit público y, en los meses finales del año, la anticipación por parte de los inversores de la ampliación del programa de compra de activos por parte del BCE. Las principales agencias de calificación crediticia subieron ligeramente en 2014 el *rating* de la deuda soberana española: Standard & Poor's a BBB (el 23 de mayo, desde BBB-), Moody's a Baa2 (el 21 de febrero, desde Baa3) y Fitch Ratings a BBB+ (el 25 de abril, desde BBB).

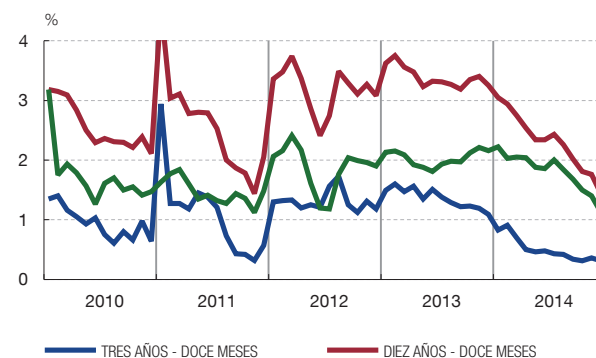
En este contexto, el Tesoro Público pudo cubrir sus necesidades de financiación en 2014 a un coste inferior al del año precedente. Durante el año 2014, los bonos y las obligaciones tuvieron la principal aportación a la financiación del Estado, registrando una emisión neta positiva en términos nominales de 765,6 millones y 68.050,9 millones de euros, respectivamente. Por su parte, la emisión neta de letras del Tesoro fue negativa por un nominal de 11.247,1 millones de euros. En cuanto a la composición del saldo vivo, destaca la aportación del segmento de largo plazo, que fue el único que registró un aumento de su participación en el total, representando el 60,1 % (frente al 55,4 % en 2013), a costa de un descenso relativo de los segmentos de corto y medio plazo, que pasan a representar un 10,1 % (12,5 % en 2013) y un 29,7 % (32 % en 2013), respectivamente.

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 descendieron en todos los tramos de la curva, aunque las rentabilidades de las letras a doce meses y de los bonos a tres años repuntaron ligeramente en el último trimestre, desde niveles muy bajos. Así, el rendimiento de las letras a doce meses terminó en promedio, en el mes de diciembre, en el 0,35 %, es decir, 54 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 0,66 % y del 1,79 %, representando descensos de 132 pb y 235 pb, respectivamente, al compararlos con los valores promedio registrados en diciembre de 2013. Por lo tanto, el diferencial diez-tres

RENTABILIDADES POR PLAZOS



DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD POR PLAZOS



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.

años se situó, en diciembre de 2014, en 113 pb (216 pb en 2013); el diferencial tres años-doce meses, en 31 pb (109 pb en 2013); y el diferencial diez años-doce meses, en 144 pb (325 pb en 2013).

Este descenso de las rentabilidades de la deuda pública española, superior al observado en las referencias alemanas a los mismos plazos, se tradujo en una reducción del diferencial a diez años con respecto a Alemania en 114 pb, situándose en promedio, en diciembre de 2014, en 120 pb.

La negociación en los mercados secundarios de deuda durante 2014 experimentó un aumento del 14,3 % respecto al año anterior. Mientras que en el segmento de letras la negociación se redujo un 25,7 %, en el de bonos y obligaciones del Estado aumentó un 24,3 %. La negociación entre titulares aumentó un 2,3 % y con terceros se incrementó un 27,8 %. Por instrumentos, en 2014 el grueso de la negociación correspondió a los bonos y obligaciones no segregados, que representó el 85,7 % del total, frente al 12 % de las letras del Tesoro. Por tipo de operación y para el conjunto del mercado, las operaciones *repo* representaron en 2014 un 19,7 %, superior al 18,7 % que representaban en 2013. La negociación al contado aumentó ligeramente su representatividad, desde el 33,8 % observado en 2013 hasta el 36,7 %. Por su parte, la cuota de contratación en simultáneas, que sigue siendo el tipo de operación predominante, se redujo ligeramente, desde el 45,9 % en 2013 al 41,4 %. 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.