

# Mercados financieros y de renta fija pública en 2000

.....  
SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ANÁLISIS  
FINANCIERO Y ESTRATÉGICO\*  
.....

*Los mercados financieros han sufrido durante el año 2000 los avatares del temido efecto 2000, que luego no resultó tan dramático, y la incertidumbre sobre el verdadero alcance de la ralentización económica internacional. Este artículo analiza el comportamiento de los mercados de renta fija pública que ha sido francamente bueno, así como la evolución de los tipos de interés que bajaron significativamente a lo largo del año, debido sobre todo, a la percepción de un repunte inflacionario al mismo tiempo que se manifestaba un cierto estancamiento del crecimiento.*

*Palabras clave: mercados financieros, deuda pública, tipo de interés, mercado de valores.*

*Clasificación JEL: G10, E44.*

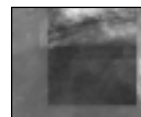
## 1. Introducción a los mercados financieros en 2000

Los mercados financieros comenzaron el año 2000 bajo la incertidumbre sobre las consecuencias del temido «efecto 2000» y lo terminaron sumidos también en la incertidumbre, esta vez sobre la profundidad de la ralentización económica internacional. El «efecto 2000» resultó finalmente, utilizando la terminología anglosajona, un *non-issue*, aunque resulta difícil determinar qué habría ocurrido si no se hubieran adoptado las medidas para corregirlo. Tampoco está claro hasta qué punto el temor al cambio de siglo informático pudo acelerar el crecimiento en las inversiones en nuevas tecnologías que, a su vez, pudo estar en el origen del mantenimiento de la sobrevaloración de los valores de Tecnología, Medios y Telecomunicaciones (los famosos TMT) e, incluso de la

sobre-capitalización que se haría evidente al final del ejercicio.

Si hubiera que resumir los factores explicativos del comportamiento de los mercados financieros durante 2000 en dos ideas, éstas serían probablemente la corrección en los valores tecnológicos y el inicio de un cambio en el ciclo económico. También telegráficamente podría sintetizarse el año para los mercados financieros diciendo que fue un buen año para la renta fija pública y para los activos de renta fija privada con alta calificación crediticia, mientras que las condiciones del crédito se endurecieron para el resto de los prestatarios; fue un año muy negativo para los valores de renta variable; un año malo para el euro en su cruce frente al dólar, y un período de subidas de tipos importantes a corto durante la primera mitad del año, que se relajaron al final ante la constatación del cambio de escenario macroeconómico.

La primera parte del año siguió dominada, en lo macroeconómico, por el convencimiento de que la Nueva Economía había generado un modelo de fuerte crecimiento sin tensiones inflacionistas, sus-



COLABORACIONES

\* Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

El presente artículo es parte de la Memoria 2000 de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, disponible desde finales de mayo, y que puede también consultarse en [www.mineco.tesoro.es](http://www.mineco.tesoro.es)

tentado en continuos incrementos en la productividad de los factores de producción. Este modelo de permanente «shock de oferta positivo» se vio amenazado por el surgimiento de tensiones inflacionistas, sobre todo a raíz del brusco aumento en el coste de los *input* energéticos, a los que las autoridades monetarias respondieron con varias subidas en sus tipos de intervención, destinadas a atajar las presiones sobre los precios que dichas subidas podrían tener (tanto directa, como indirectamente, a través, por ejemplo, de mayores demandas salariales) en unas economías que, como la americana, se temía que pudieran estar creciendo por encima de su nivel potencial a medio plazo, con porcentajes muy elevados de utilización de la capacidad productiva y fuertemente espoleadas por un «efecto riqueza positivo» derivado de la impresionante revalorización de algunos activos financieros, principalmente, los de renta variable.

El año 2000 será recordado como el año en el que se produjo la muchas veces anunciada y pocas veces creída, corrección en los valores tecnológicos, que arrastraron a la mayoría de los índices bursátiles a terminar el año en negativo. La bajada en los precios de las acciones comenzó en el primer cuatrimestre del año pero, en un primer momento el mercado la tomó como una «corrección saludable» que llevaría a los precios de las mismas hacia unos niveles más razonables, acercándolos hacia valoraciones que ponderaran más los beneficios esperados frente a la generalización de las compras basadas en crecimientos potenciales difícilmente justificables. Además, se pensó que esta primera fase correctiva ayudaría a las autoridades monetarias a controlar las tensiones en los precios, al reducirse la presión sobre la demanda inducida por el efecto riqueza. Esta primera corrección benefició a los activos de renta fija y, en un primer momento, generó una notable «rotación de carteras» en los de renta variable, transfiriéndose posiciones desde los títulos de la «Nueva» hacia los de la «Vieja Economía».

La segunda parte del año, sobre todo a partir del tercer trimestre, supuso la constatación de que la corrección en los valores bursátiles no había sido un fenómeno pasajero, y, sobre todo, de que la temida ralentización económica americana se había producido de una forma bastante más brus-

ca de lo esperado. Esta última parte del año vio además cómo la conjunción de las peores expectativas empresariales y de un endurecimiento del crédito para los deudores de peor calidad, ante la percepción por parte de los inversores de un entorno de mucho mayor riesgo, alimentó la especulación sobre el posible advenimiento de un estrangulamiento crediticio o *credit crunch* que, acentuó las diferencias en las valoraciones relativas de los distintos activos.

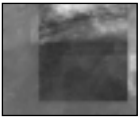
Tomando prestada la idea de una importante casa de análisis americana, el año 2000 será recordado como el año en el que B2B pasó de significar *Business to Business* a *Back to Basics*.

## 2. Los mercados de renta fija pública durante 2000

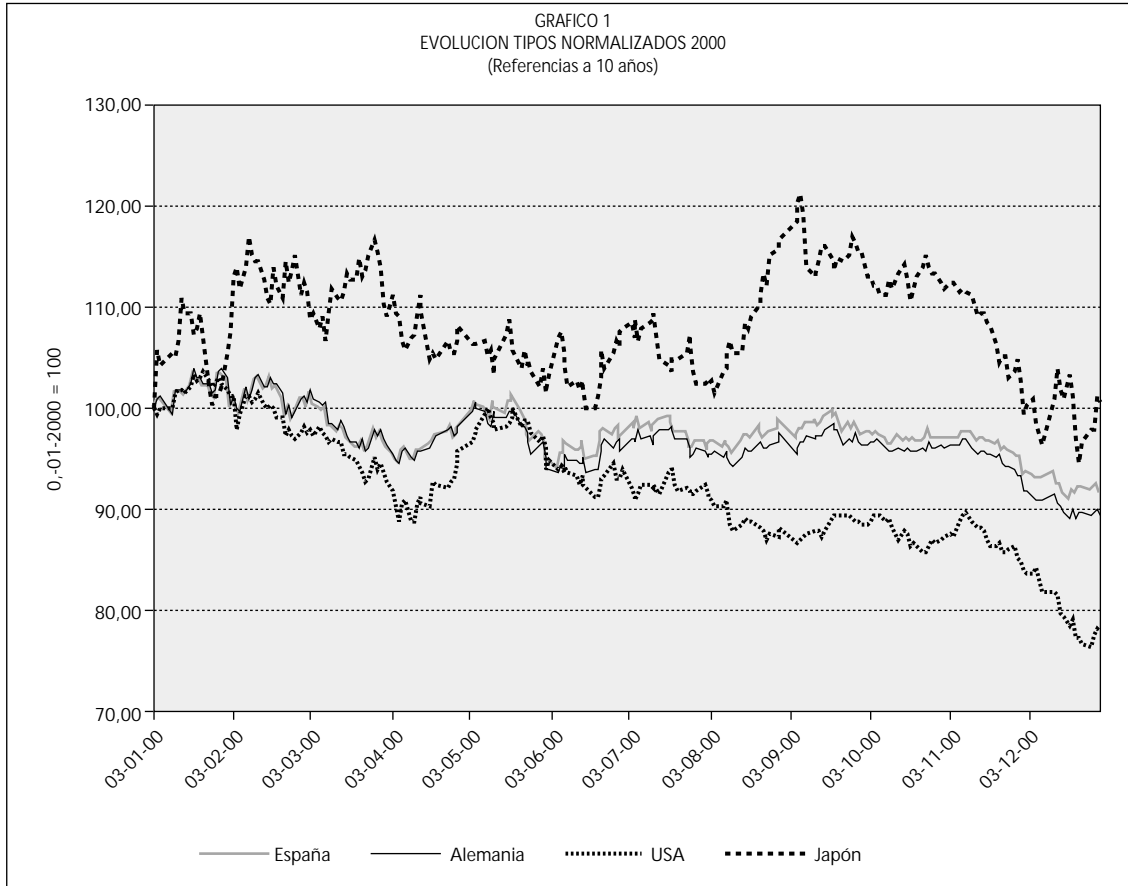
El pasado año fue, en términos generales, un buen año para los activos de Deuda Pública, que se beneficiaron del peor comportamiento de las otras categorías de activos en un entorno macroeconómico de menor crecimiento y más incertidumbre, lo que permitió sustanciales bajadas en los tipos de interés.

La fuerte corrección en la renta variable, unida a la brusca ralentización americana y al surgimiento de un entorno macroeconómico más incierto y de mayor riesgo, benefició a los activos de renta fija pública a través de una doble vía: por un lado, unas expectativas de menor crecimiento implicaron previsiones de bajadas de tipos y ganancias de precios para los activos de renta fija; por otro, el incremento en la incertidumbre generó una mayor aversión al riesgo y, consecuentemente, una «huida hacia la calidad» que hizo que se incrementara la demanda de los bonos del Tesoro, los activos libres de riesgo por antonomasia, frente a las inversiones en renta variable, por un lado, y a las inversiones en otros activos de renta fija con mayores niveles de riesgo.

En relación con el punto anterior y refiriéndonos a los factores específicos de los mercados de renta fija, pueden destacarse durante el año 2000 el debate sobre la «escasez de duración» (*the dearth of duration*) o, el temor a una reducción a medio plazo de la oferta de Deuda pública, que, junto a los otros factores citados como el de la



COLABORACIONES



mayor aversión de los inversores hacia el riesgo, propició un incremento en el valor relativo de los bonos soberanos frente a los otros tipos de activos

La conjunción de todos estos factores tuvo su reflejo en el precio de los bonos de deuda soberana o, lo que es lo mismo, en los tipos de interés de la misma. En cuanto a dichos tipos de interés, se examinará, en primer lugar la evolución de los niveles de los mismos. En segundo término, se analizarán los principales movimientos dentro de las curvas de interés, los cambios en la estructura temporal de los tipos, centrándose el análisis en la evolución de las pendientes entre los tipos más cortos y más largos.

### 2.1. Evolución de los tipos durante 2000

El Gráfico 1, en el que se representa la evolución normalizada de los tipos de interés de los títulos a 10 años de Deuda Pública de Estados Unidos, Japón, Alemania y España, permite observar, tanto el comportamiento relativo de los tipos, como su evolución a lo largo de 2000.

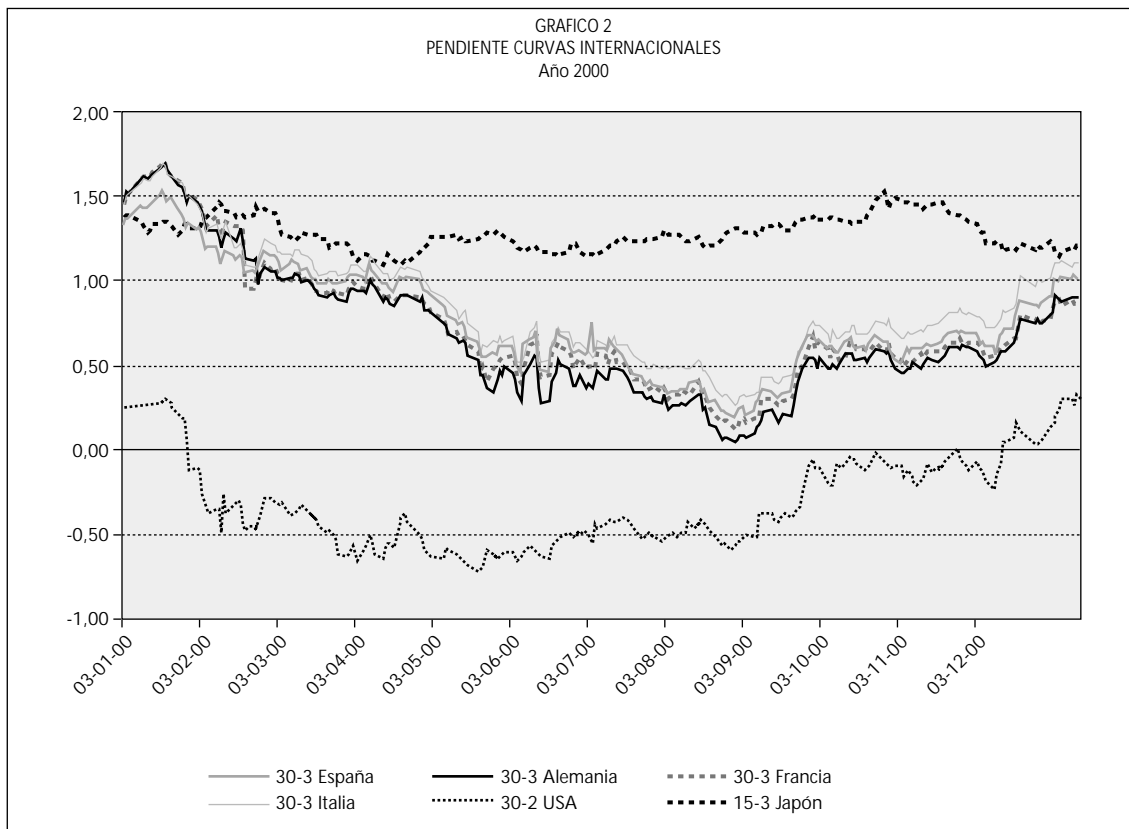
Como se aprecia en el Gráfico, con la excepción de los tipos japoneses, que terminaron el año casi al mismo nivel en el que lo comenzaron, tanto los tipos en Europa, como los tipos estadounidenses bajaron significativamente en términos anuales durante 2000, siguiendo un patrón temporal parecido aunque con diferencias en la intensidad de los recortes.

Así, tras unos primeros compases del año en los que estos tipos largos repuntaron ligeramente, tanto en Europa como en EEUU y Japón, la tendencia se invirtió en febrero y se produjeron importantes bajadas en las rentabilidades hasta, más o menos, el mes de abril. Entre finales de abril y principios de junio, se produjo un repunte en los tipos de interés motivado por la creencia de que, quizá lo peor había pasado en la renta variable y la esperanza de que el recorte de cerca de un 20 por 100 en los índices tecnológicos habría supuesto una «corrección saludable» tras la que se podría volver a una senda sostenida de crecimiento en los mismos. Además, como pone de manifiesto el hecho de que todavía en mayo y en



COLABORACIONES

GRAFICO 2  
PENDIENTE CURVAS INTERNACIONALES  
Año 2000



COLABORACIONES

junio subieran tipos la Fed y el BCE respectivamente, se percibía que los mayores riesgos macroeconómicos se referían a las tensiones sobre los precios.

A partir, más o menos del mes de junio, puede observarse cómo se quebró el movimiento al alza de los tipos a 10 años y se inició una tendencia descendente de los mismos que, con pequeños intervalos de estabilidad o incluso de ligeros repuntes, y con las matizaciones que se comentarán al referirse a las distintas áreas económicas, continuará hasta finales de año. Los tipos en Japón, siguen un esquema ligeramente distinto, resultando particularmente significativo el fuerte repunte de tipos que se produce a la altura del verano, motivado sobre todo por el abandono de la política de tipos de interés cero por parte del Banco de Japón.

**2.2. Cambios en la estructura temporal de los tipos de interés. La evolución de las pendientes de las curvas de Deuda Pública**

El Gráfico 2 permite identificar los dos grandes movimientos que se produjeron en las curvas

de Deuda Pública durante 2000: un sustancial aplanamiento en la primera parte del año, y una positivización al final del mismo en Estados Unidos y Europa, mientras que Japón terminó el año con otro aplanamiento. El Gráfico muestra las pendientes en cada mercado, definidas como diferencia entre los tipos más largos de cada curva de Deuda Pública y los más cortos de la misma. Un valor positivo corresponde a una curva «normal» en la que los tipos largos son más elevados que los tipos cortos, mientras que valores negativos hacen referencia a una curva invertida o con pendiente negativa.

Como se puede observar, la curva americana estuvo invertida durante la mayor parte del año, tendió a aplanarse hasta comienzos del verano, y comenzó a tomar pendiente a partir de septiembre, finalizando el año incluso con pendiente positiva. En Europa, el aplanamiento fue muy notable hasta después del verano y se produjo una notable positivización en la última parte del año, también a partir de septiembre. Japón, por último, siguió una tendencia menos uniforme y, tras un breve episodio de positivización que duró poco

menos de un mes, siguió la tendencia general y se aplanó sustancialmente hasta comienzos de mayo, volviendo la curva nipona desde entonces hasta mediados de octubre a ganar pendiente, para terminar el año aplanándose, en contra de lo que estaba sucediendo en los otros mercados.

En líneas generales, el aplanamiento de la primera parte del año puede explicarse en términos de las subidas de tipos en las partes cortas de las curvas, inducidas por actuaciones de una política monetaria restrictiva y por un escenario macroeconómico en el que, los plazos más largos se sustentaban en la confianza de los agentes en la viabilidad del mantenimiento de un crecimiento vigoroso sin grandes problemas inflacionistas en el horizonte.

Por el contrario, la positivización de la segunda parte del año respondió a que la parte corta recogió, por un lado, las menores expectativas de subidas de tipos por parte de los bancos centrales (incluso la necesidad de relajación monetaria, una vez que los datos de crecimiento del tercer trimestre americano confirmaron la desaceleración brusca americana). Por otro lado, también se produjo, sobre todo en la última parte del año, una «huida hacia la calidad» que generó un trasvase de fondos desde la renta variable hacia la renta fija. Al generalizarse la incertidumbre, dichos fondos se concentraron en los tramos cortos, al intentar evitar los inversores los riesgos de interés.

Como se ha señalado, la rentabilidad de la

parte larga de las curvas cedió también en la última parte del año, pero en menor proporción que los tipos cortos. Los incrementos en el coste de los *input* energéticos generaron tensiones que se temía que pudieran transmitirse a los niveles generales de precios, tanto a través de su efecto directo sobre los mayores costes, como, sobre todo, a través de los denominados *second round effects*. Este peor escenario inflacionista, unido a las señales de ralentización generó un cambio drástico en la percepción del mercado, pasándose de descontar el mejor de los mundos (crecimiento sin inflación) a temerse incluso una situación de estanflación (ralentización económica con inflación).

Esta nueva percepción afectó a las partes largas de las curvas en un doble sentido: por un lado, al incorporarse mayores expectativas de inflación, el mantenimiento de los mismos tipos reales implicaba mayores tipos nominales a largo plazo y, por otro, incluso se suscitó la duda de que, enfrentadas ante una situación recesiva, las autoridades de las principales áreas económicas fueran a mantener sus compromisos de consolidación fiscal, lo que supondría una mayor oferta de papel a largo de lo que hasta entonces se había descontado. Además, la situación política americana, derivada del incierto resultado electoral, cuya victoria se disputaban dos candidatos cuyos programas económicos tendrían (o, al menos eso se creía) distintas consecuencias para la Deuda Pública, contribuyó a que los tipos largos se comportaran peor relativamente.



COLABORACIONES

# SECTOR EXTERIOR

1999

## SECTOR EXTERIOR EN 1999

MINISTERIO DE ECONOMÍA

Secretaría de Estado de Comercio y Turismo

### COMERCIO MUNDIAL Y TENDENCIAS DE POLÍTICA COMERCIAL

Evolución reciente y perspectivas  
Inversión internacional  
Tendencias de política comercial

### EL SECTOR EXTERIOR EN ESPAÑA

Marco económico general  
Sector exterior español en 1999  
El turismo en 1999

### ESTRUCTURA SECTORIAL DEL COMERCIO EXTERIOR

Balanza comercial agraria  
Balanza industrial

### ESTRUCTURA GEOGRÁFICA DEL SECTOR EXTERIOR

Distribución geográfica de nuestras exportaciones  
e importaciones  
Evolución de las cuotas de mercado  
Perspectivas del comercio exterior por áreas geográficas

### COMERCIO EXTERIOR POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

### LA POLÍTICA COMERCIAL ESPAÑOLA

Política comercial española multilateral  
Política comercial española bilateral

Política de fomento financiero de la exportación

### APÉNDICE ESTADÍSTICO

Evolución histórica  
Comercio exterior por sectores  
Comercio exterior por secciones arancelarias  
Comercio exterior por capítulos arancelarios  
Comercio exterior por áreas geográficas  
Comercio exterior por países  
Comercio exterior por Comunidades Autónomas  
Turismo  
Balanza de Pagos  
Comercio internacional  
Competitividad

Información y venta:  
Ministerio de Economía  
Paseo de la Castellana, 162-Vestíbulo  
28071 Madrid  
Teléf. 91 349 36 47