
I. Situación general de los mercados

I.1. LA SITUACIÓN ECONÓMICA GENERAL

El panorama general de desaceleración de la actividad que presentaba la economía mundial en la parte final del año 2000 se vio agudizado a lo largo del año 2001, en el que la actividad productiva sufrió un recorte de su crecimiento como consecuencia, principalmente, de la evolución de la formación bruta de capital fijo. La incursión en una fase descendente del ciclo económico se vio acompañada de una significativa corrección general de los precios con una flexión a la baja de la inflación, tras un período aproximado de dos años de tasas de inflación crecientes (véase gráfico I.1).

Durante 1999 y 2000, ante la evolución alcista que se venía observando en la inflación, las autoridades monetarias se propusieron imprimir un tono más restrictivo a sus políticas aumentando los tipos de interés básicos de intervención. Desde la segunda mitad de 2000, esta estrategia comenzó a lograr su objetivo de control de los precios. A partir de entonces, fue necesaria la instrumentación de políticas monetarias menos restrictivas, a la luz de las peores perspectivas que iba tomando la actividad en las economías occidentales y una vez que los riesgos y las tensiones inflacionistas latentes habían sido corregidos de un modo considerable.

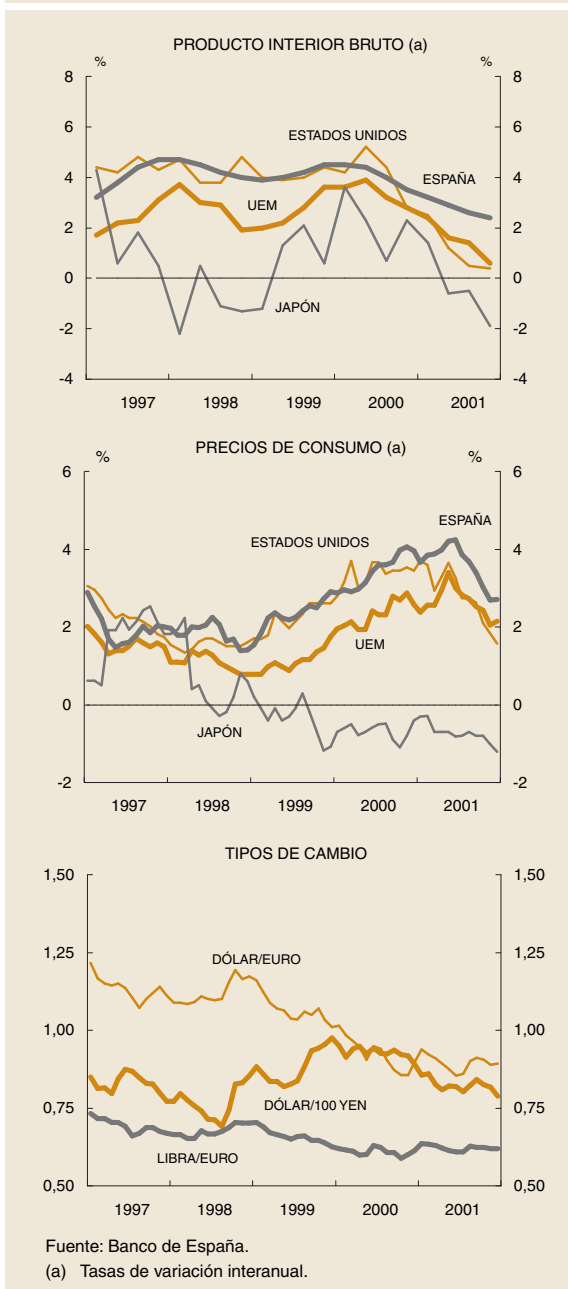
La situación general pudo verse agravada a partir de los sucesos del 11 de septiembre (1), en la medida en que estos pudieron incidir, de forma adicional, en las expectativas empresariales y agudizar la negativa evolución que se venía registrando en la inversión privada. Sin que pueda realizarse una valoración precisa de la contribución de dichos sucesos, lo cierto es que desde aquel momento algunos indicadores mostraron una evolución más negativa, principalmente en EEUU. En concreto, desde septiembre, el euro comenzó a apreciarse respecto al dólar tras casi dos años y medio de depreciación continuada.

La prolongada fase alcista del ciclo en la economía norteamericana comenzó a dar signos de cierto agotamiento en la segunda mitad de 2000, pese a que en dicho año el crecimiento del PIB fue de un 4,1 %. Su reducción hasta el 1,2 % observado en 2001 se debió, principalmente, a la contracción de la formación bruta de capital, que pasó de crecer a una tasa del 7,6 % en 2000, a registrar un decrecimiento en

(1) La magnitud de los atentados terroristas ocurridos en EEUU en dicha fecha llegó a tener gran repercusión en el ámbito internacional, en la medida en que afectaron fuertemente a la evolución de las expectativas empresariales y aumentaron el clima general de incertidumbre.

GRÁFICO 1.1

Evolución de la actividad, de la inflación y de los tipos de cambio



2001 del 2 %, por el fuerte deterioro de las expectativas empresariales. Sin embargo, el consumo siguió manteniendo un crecimiento relativamente sostenido a pesar de su desaceleración durante el año 2001, creciendo un 3,1 %, mientras que en 2000 lo hizo a una tasa del 4,8 %. Por su parte, el gasto público adquirió un tono más expansivo como respuesta parcialmente compensadora a lo que estaba sucediendo en el sector privado.

La inflación media medida por el IPC norteamericano se redujo notablemente (desde un

3,4 % en 2000, hasta un 2,8 % en 2001), como fiel reflejo del empeoramiento de la actividad productiva. Cuando las autoridades monetarias consideraron que sus políticas habían logrado contener la evolución alcista de los precios en los años 1999 y 2000, situación que pudo observarse a finales de este último año, decidieron imprimir un cambio de signo a la evolución de los tipos de interés objetivo de los Fondos Federales. En concreto, en enero de 2001 comenzó una serie continua de rebajas de estos tipos de interés que consiguieron acumular a lo largo del año un descenso de 475 puntos básicos, situándose a finales de diciembre en el 1,75 %.

Por su parte, en el conjunto de la zona del euro, la desaceleración de la actividad no alcanzó los niveles observados en EEUU, aunque registró una amplitud considerable. El PIB creció en 2001 a una tasa media del 1,5 %, frente al 3,4 % registrado un año antes. En este caso, también fue la formación bruta del capital fijo la variable que más fuertemente condicionó este comportamiento de la actividad, con un crecimiento medio estimado para 2001 del -0,4 %, frente al 4,4 % correspondiente a 2000. Los indicadores de confianza de los consumidores empeoraron considerablemente durante el pasado año, lo que se reflejó en un menor dinamismo del consumo privado, que durante el año 2001 creció un 1,8 %, frente al 2,5 % de crecimiento observado el año anterior. Los principales determinantes del gasto consiguen explicar una parte importante de esta evolución de la demanda. Así, cabe destacar el menor ritmo de crecimiento del empleo, la pérdida del valor de la riqueza financiera de las familias y el mayor clima de incertidumbre —que se acentuó a partir de los sucesos del 11 de septiembre en EEUU— como responsables de una buena parte de la evolución del consumo de las familias.

La evolución de los precios ha seguido un camino similar a lo sucedido en EEUU, aunque los descensos de la tasa de inflación en la UEM comenzaron en la parte central del año. Si bien la tasa de crecimiento medio de los precios (en términos del IAPC) en la zona del euro fue del 2,5 % en 2001, es decir, ligeramente superior a la registrada en 2000 (2,3 %), desde el mes de junio se vino observando un continuo descenso que situó la tasa de inflación interanual, en diciembre, en el 2 %, frente al 2,6 % de diciembre de 2000 y al máximo del 3,4 % registrado en mayo de 2001. Fue precisamente en el mes de mayo cuando el BCE comenzó a instrumentar una política monetaria progresivamente menos restrictiva que la que venía practicando desde noviembre de 1999, cuando se comenzaron a observar ciertos riesgos inflacionistas. La pro-

gresiva reducción de una parte de estos riesgos favoreció los primeros descensos de los tipos de intervención, que, desde octubre de 2000, estaban situados en el 4,75 %. Tras un primer recorte de 25 puntos básicos en mayo, los descensos adicionales tuvieron lugar a partir del mes de septiembre, cuando los ataques a EEUU afectaron significativamente a las perspectivas económicas mundiales. A finales de 2001, los tipos de interés mínimos de las operaciones principales de financiación se situaban en el 3,25 %, 150 puntos básicos por debajo del nivel de finales de 2000.

En lo que concierne a las políticas fiscales en la UEM, debe señalarse que, en general, ante el empeoramiento de la situación económica, se permitió que entrara en juego el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, por lo que finalmente aumentó el déficit del conjunto del área en términos del PIB. Sin embargo, también el déficit se incrementó como consecuencia de los recortes impositivos decididos en algunos países.

En conjunto, la distinta profundidad de la fase descendente del ciclo en que se encuentran las economías norteamericana y europea podría considerarse como una de las razones por las que la evolución del tipo de cambio del euro respecto al dólar haya moderado sustancialmente su tendencia a lo largo de 2001. Así, mientras que en el año 2000 la depreciación media del euro fue del 13,4 %, esta pasó a ser en 2001 tan solo de un 3,1 %, mostrando desde septiembre una tendencia hacia la apreciación respecto al dólar.

La economía del Reino Unido mostró una menor desaceleración que las áreas económicas ya comentadas, con un crecimiento medio del PIB en 2001 del 2,2 %, frente al 3 % registrado en 2000. El fuerte pulso que mantuvo la demanda de bienes de consumo en aquel país y los bajos niveles de desempleo están en la base de su mejor posición relativa en el ciclo. La inflación media del año fue del 1,2 %, lo que supuso una aceleración respecto al 0,8 % observado en 2000. Esta aceleración de los precios se concentró en la primera mitad del año, para, a partir del mes de julio, comenzar el proceso de desaceleración. Como sucedió en EEUU y en la UEM, los tipos de interés de intervención de la autoridad monetaria se caracterizaron por un tono mucho menos restrictivo, de modo que disminuyeron dos puntos porcentuales a lo largo del año, para situarse, en diciembre, en el nivel del 4 %. Por su parte, el tipo de cambio de la libra esterlina frente al dólar consiguió una relativa estabilidad en la última parte del año, a pesar de que en términos medios registró una depreciación del 5 %.

En lo que se refiere a la situación japonesa, la evolución no presentó signos de recuperación en casi ninguno de los principales indicadores, con lo que se mantiene el clima de profunda recesión, continuada deflación, crecimiento del paro y depreciación del yen frente al dólar y al euro.

Entre los países latinoamericanos la recesión también dejó su huella; principalmente, en México y Argentina, que mostraron crecimientos negativos. En Brasil la desaceleración de la actividad fue también considerable, aunque se registró un crecimiento positivo, al igual que en Chile, donde la ralentización fue algo menor. Por último, también los países del sudeste asiático observaron, igualmente, reducciones muy significativas en sus ritmos de actividad.

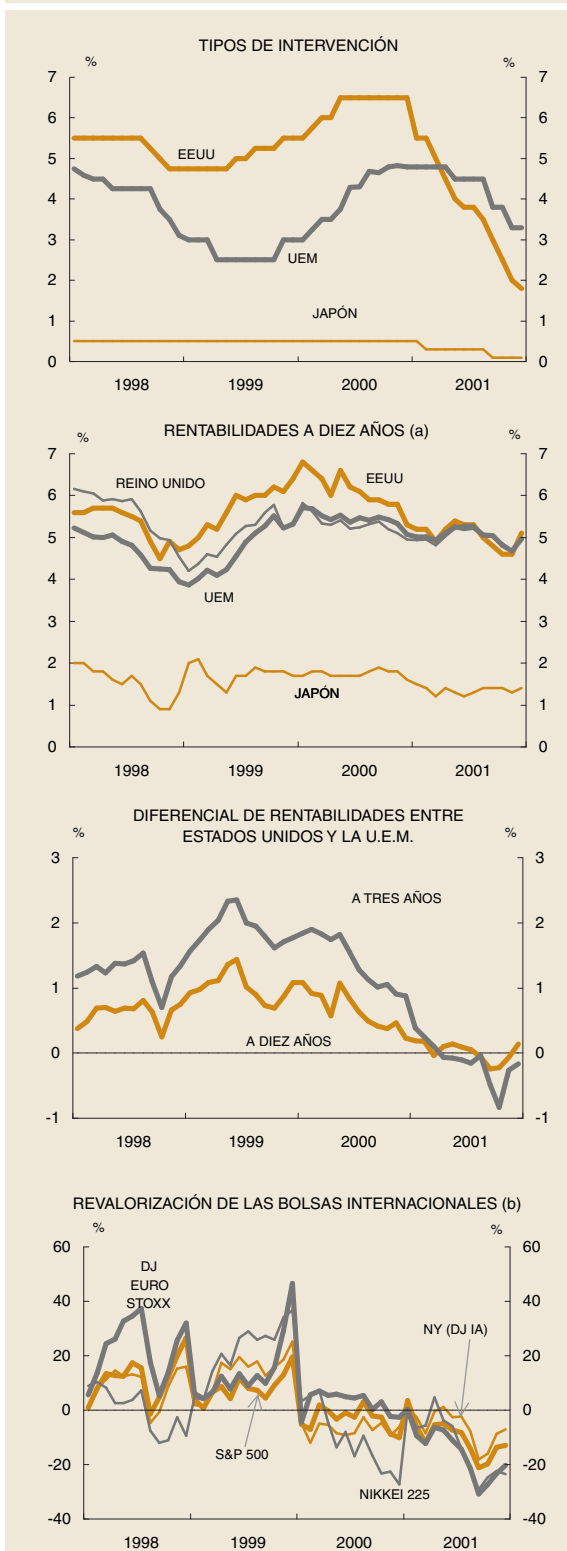
I.2. LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

De forma similar a lo sucedido en el sector real de la economía, los mercados financieros internacionales, y principalmente los de renta fija, de las economías occidentales siguieron tendencias paralelas de comportamiento, diferenciándose tan solo en el grado de intensidad de los movimientos registrados. Como se ha comentado anteriormente, tanto en EEUU como en la zona del euro y en el Reino Unido, durante el año 2001, las autoridades monetarias estuvieron en condiciones de instrumentar políticas monetarias más laxas que en el período anterior, con el fin de acomodar la evolución que se venía observando en las variables de actividad y al amparo de unas mejores perspectivas de control de los precios (véase gráfico I.2).

La transmisión de estas políticas a lo largo de la curva de rendimientos fue relativamente completa para los plazos más cortos y progresivamente menor en los plazos más largos, en los que otro tipo de factores, como las expectativas sobre el crecimiento económico y sobre la inflación, cobran una especial relevancia. Así, los tipos de interés de la deuda pública norteamericana a tres años disminuyeron durante 2001 algo menos de 200 puntos básicos (pb); cantidades que fueron de alrededor de 90 pb en el caso de la UEM y de cerca de 75 pb en el Reino Unido. Esta evolución de las rentabilidades de la deuda pública reflejaba la situación cíclica en que se encontraban las diferentes economías. Los descensos fueron mucho menores en el plazo correspondiente a los diez años y, en algunos casos, casi inapreciables. En concreto, las rentabilidades de la deuda pública a este plazo descendieron 20, 11 y 1 pb

GRÁFICO I.2

Tipos de interés, rentabilidades y revalorización en bolsa



Fuente: Banco de España.

(a) Las rentabilidades de la deuda pública de la UEM son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países de la zona euro.

(b) Revalorización acumulada durante un año.

en EEUU, la UEM y el Reino Unido, respectivamente.

Dada la evolución de las rentabilidades, se produjo un progresivo y sustancial aumento del diferencial entre los plazos de diez y tres años en las mencionadas áreas económicas. Así, en EEUU el diferencial de rentabilidades entre diez y tres años aumentó alrededor de 170 pb en 2001, frente al descenso aproximado de 50 pb observado en el ejercicio 2000. En el ámbito de la UEM, este aumento del diferencial fue significativamente menor, aunque de una gran importancia, al cifrarse en unos 75 pb en 2001 (en 2000, el diferencial había disminuido alrededor de unos 60 pb).

De este modo, prácticamente se cerró la brecha existente entre las rentabilidades de la deuda pública a tres años de EEUU y la UEM de modo que, si en diciembre de 2000 mantenían un diferencial de casi 90 pb a favor de la referencia norteamericana, un año después, en diciembre de 2001, esta distancia era de tan solo 16 pb a favor de la deuda europea (observándose la mayor parte de este movimiento, como puede apreciarse en el citado gráfico I.2, en la primera parte del año). Con ello se ha producido una convergencia casi total de las rentabilidades a tres años entre ambas áreas económicas como punto final de un proceso que comenzó a mediados de 1999. En lo que se refiere a las rentabilidades a diez años, el diferencial entre EEUU y la UEM registró escasas variaciones a lo largo del ejercicio 2001, con lo que la reducida diferencia de rentabilidades existentes a finales de 2000 (23 pb) resultaba muy similar a la observada en diciembre de 2001 (14 pb).

Dentro del ámbito de la UEM, todos los tipos de interés del mercado monetario evolucionaron en el mismo sentido y con la misma intensidad que lo hizo la referencia establecida por el tipo de las operaciones principales de financiación. A partir de los tipos de interés implícitos en los contratos de futuros sobre el EURIBOR, puede decirse que los participantes del mercado fueron aumentando sus expectativas de descensos de los tipos de interés a medida que la información disponible parecía indicar la existencia de menores presiones inflacionistas (véase gráfico I.3).

La evolución también descendente de la rentabilidad a tres años mantuvo la convergencia de la práctica totalidad de los plazos en niveles muy similares durante la mayor parte del año. Esta convergencia resultó ya apreciable en la parte final de 2000 y continuó durante el año 2001, salvo en lo que respecta a las rentabilidades a diez años, que, como ya se ha seña-

lado, amplió sus diferenciales negociados frente a las referencias a plazos más cortos.

En lo que se refiere a los mercados bursátiles, el año 2001 se caracterizó por un descenso generalizado de las cotizaciones en la mayor parte las plazas financieras, acentuando la caída observada en estos mercados durante la mayor parte de 2000. Esta evolución estuvo justificada principalmente por las continuas revisiones a la baja de las expectativas de rentabilidad de las empresas y representó una corrección del alza de los precios ocurrida con anterioridad a 2000.

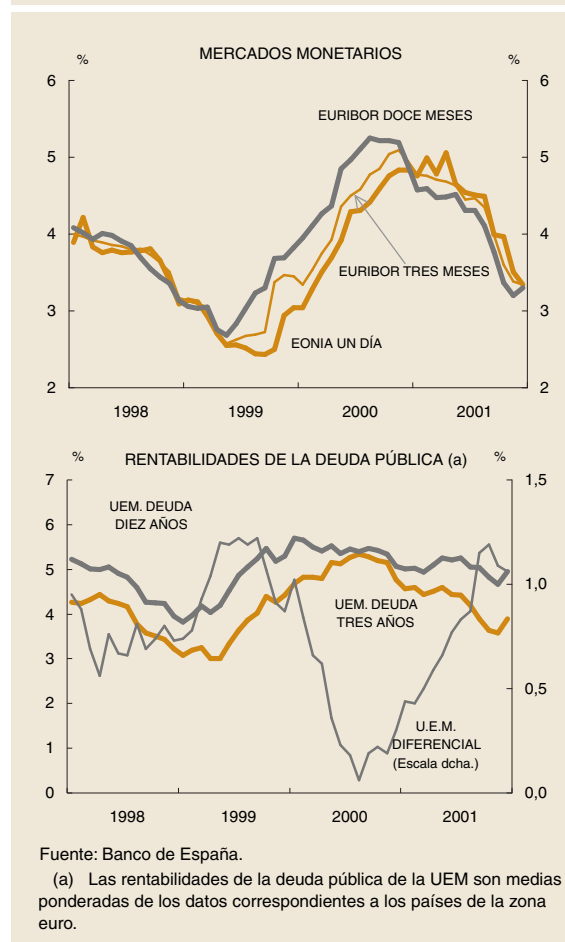
En concreto, en Estados Unidos las cotizaciones del índice S&P 500 acumularon descensos de un 13 %, después de que en 2000 ya se hubieran registrado descensos acumulados de las cotizaciones de un 10 %, como puede apreciarse en la parte inferior del gráfico I.2. Por su parte, el índice Dow Jones de la Bolsa de Nueva York descendió un 7,1 % en 2001, tras el 6,2 % de descenso acumulado en 2000. En la zona del euro, el índice Dow Jones Euro Stoxx 50 registró en 2001 un descenso del 20,2 % (en 2000, esta caída fue tan solo de un 2,7 %), mientras que, por su parte, el índice japonés Nikkei 225 registró un descenso del 23,5 % en 2001 (-27,2 % en 2000).

En todos los ejemplos señalados, el mes de septiembre observó los peores registros del año, como consecuencia de los acontecimientos del día 11 de dicho mes. Estos sucesos, si bien no fueron en sí mismos determinantes de la situación desfavorable que atravesaban las expectativas empresariales, especialmente en EEUU, sí que potenciaron una generalización del pesimismo relativo a los beneficios esperados. Este pesimismo se difundió rápidamente al resto de los mercados internacionales de renta variable, como consecuencia de que en el resto de las economías occidentales las expectativas empresariales también comenzaban a manifestar un deterioro considerable.

Por último, hay que señalar que los mercados de cambios también observaron una importante variación de su tendencia a lo largo del último año. Desde octubre de 2000, el euro comenzó a registrar una relativa mejora frente al dólar, justo cuando la economía norteamericana comenzaba a mostrar signos evidentes de que se encontraba en la fase descendente del ciclo. Como ya se ha comentado anteriormente, mientras que en 2000 el euro se depreció, en media, algo más de un 13 %, en 2001 esta depreciación fue solo de un 3,1 %. El euro también se apreció sensiblemente frente al yen (un 9,2 % de apreciación media en 2001, frente a una depreciación media del 18 % en 2000), en

GRÁFICO I.3

Tipos de interés en la UEM



lo que influyó la continuada mala situación de la economía nipona. En conjunto, el euro comenzó a recuperar una buena parte del terreno perdido en años anteriores, como muestra el hecho de que su tipo de cambio efectivo nominal (real) se apreciara un 1,8 % (2,9 %) en términos medios en el año 2001, frente a una depreciación media observada en 2000 del 10,5 % (9,6 %).

I.3. LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La evolución general de los indicadores de actividad durante el año 2001 muestra que en España se ha atenuado también la fase expansiva del ciclo, caracterizada por tasas de crecimiento del PIB de alrededor del 4 % entre 1997 y 2000, y se ha entrado en la fase de desaceleración. En concreto, se estima que el PIB español creció, en media, un 2,8 % en 2001. La demanda nacional explica esta evolución, mientras que la demanda neta exterior solo ha contribuido en un -0,1 % a este crecimiento.

El consumo privado prolongó en el año 2001 la desaceleración ya observada durante el ejercicio anterior. Esta magnitud creció tan solo un 2,7 % en 2001, frente a un crecimiento observado del 4 % en 2000, en línea con el fuerte deterioro de la confianza de los consumidores. En la base de este comportamiento se encuentran, principalmente, los siguientes factores: un menor crecimiento de las rentas salariales, dado que los aumentos observados de la remuneración de la mano de obra no sirvieron para compensar el menor ritmo de crecimiento observado en el empleo, y una evolución negativa de la riqueza financiera neta de las familias, en gran parte debida al comportamiento de los mercados bursátiles.

Las expectativas de los empresarios y su confianza en la obtención de beneficios empeoraron también de forma significativa, con lo que la formación bruta de capital fijo, en su componente de bienes de equipo, se contrajo fuertemente, de modo que llegó a registrar un crecimiento negativo en 2001 del 2,2 % (en 2000, el crecimiento fue positivo y se cifró en el 4,8 %). Por su parte, la inversión en construcción siguió observando un crecimiento sostenido del 5,7 %, solo cinco décimas por debajo del observado un año antes. Las razones de estas diferencias se deben a las mejores expectativas del negocio constructor como consecuencia de la evolución del mercado de la edificación (residencial y no residencial) y del ritmo que está cobrando, y que se espera que siga tomando, la obra civil. Desde el punto de vista de la oferta, el pulso débil de la actividad industrial general tuvo efectos en términos de un menor ritmo en la creación de empleo y en reducidos avances de la productividad del trabajo.

La actividad de las Administraciones Públicas se caracterizó por una desaceleración del consumo público, aunque de menor grado que la observada en la demanda privada. Así, en términos medios, el consumo público se estima que creció en 2001 un 3,1 %, frente al 4 % de crecimiento en 2000. En lo que se refiere a la inversión pública, el carácter anticíclico que se le puede atribuir al Plan General de Infraestructuras 2000-2006 del Gobierno puede estar amortiguando parcialmente lo sucedido en el ámbito de la inversión productiva privada.

En lo que respecta al sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones padecieron una fuerte contracción como consecuencia de la fase descendente del ciclo en que se encuentra la economía mundial. Así, las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios crecieron un 3,4 % y un 3,7 %, respectivamente, en 2001, frente a unas tasas observadas en 2000 del orden del 9,6 % y del 9,8 %.

La evolución de los precios se caracterizó durante la primera mitad de 2001 por una continuación del proceso de aumento de la inflación que se venía observando en los últimos años. Sin embargo, en la segunda parte del año las tensiones inflacionistas comenzaron a remitir de una forma significativa, con lo que, en diciembre, la tasa de crecimiento interanual del IPC fue del 2,7 % (un año antes se encontraba en el 4 %). La mayor parte de esta corrección se debió a la evolución de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados. Sin embargo, permanecieron las tendencias alcistas en el IPSEBENE como consecuencia de las resistencias a la baja de los precios de los servicios y de los bienes industriales sin energía, además de la fuerte tendencia inflacionista de los alimentos elaborados.

En comparación con el resto de países de la zona del euro, el índice armonizado de precios de consumo presentaba en diciembre una tasa de crecimiento interanual del 3 %, lo que representa un punto porcentual por encima de la media del área. Esta diferencia ha disminuido respecto a diciembre de 2000, cuando se cifraba en 1,4 puntos porcentuales.

I.4. EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA

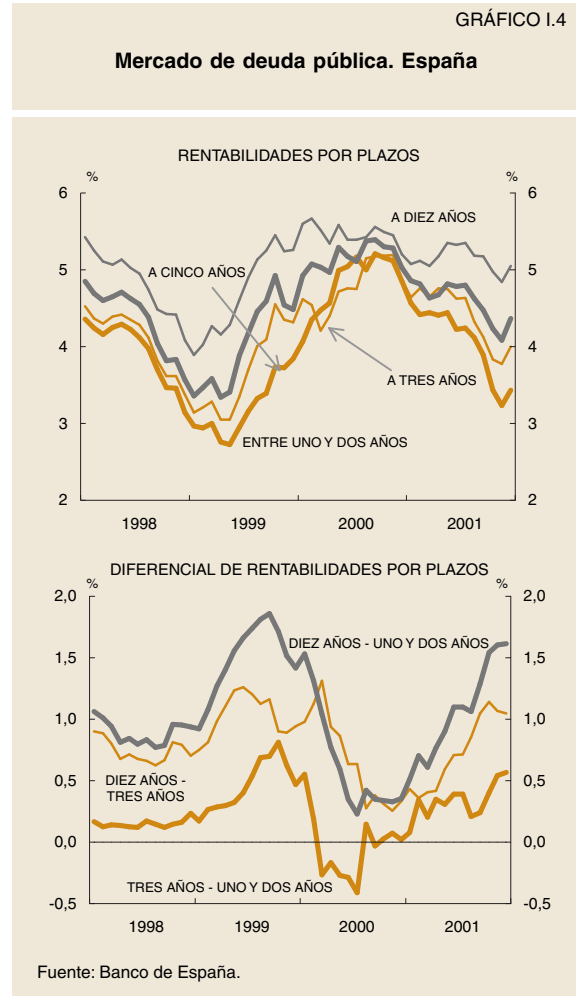
La estrategia del Tesoro en la cobertura de sus necesidades financieras se ha modificado en el año 2001 respecto a lo sucedido el año anterior. Mientras que entonces se procedió a una relativa sobreemisión de deuda pública, que aumentó la cuenta del Tesoro en el Banco de España, en el presente ejercicio el Estado ha utilizado en mayor medida estos recursos para hacer frente a sus necesidades, al tiempo que ha realizado un menor volumen de emisiones netas. En general, el mercado registró un descenso considerable de la emisión, tanto en términos brutos como netos. Como resultado de la combinación de instrumentos y plazos a los que se realizaron las nuevas emisiones, el saldo neto de deuda pública aumentó un 1,5 % y la vida media se elevó casi a los seis años como continuación del proceso de sustitución de colocaciones a corto plazo a favor de las de largo plazo (principalmente, a diez años).

Por su lado, el mercado secundario observó un fuerte incremento en sus volúmenes de negociación, que fue muy acusado en el segmento entre titulares y bastante menor en la contratación con terceros. Los descensos de las cotizaciones habidos en los mercados de renta variable y la sustitución de estos activos por otros que incorporen menos riesgo han podido ser las razones claves en este episodio.

Las rentabilidades negociadas en el mercado español de deuda pública han seguido una evolución muy similar al resto de los mercados de títulos públicos de la zona del euro. Mientras que los plazos más cortos han seguido más de cerca la tendencia marcada por los tipos de interés del mercado monetario, los rendimientos se han distanciado más de esta evolución a medida que los plazos son más largos. En efecto, las referencias negociadas en el intervalo de entre uno y dos años registraron descensos acumulados de casi 150 puntos básicos en 2001. Estos descensos fueron, aproximadamente, de 90, 70 y 15 pb en las referencias a tres, cinco y diez años, respectivamente (véase gráfico I.4).

Esta evolución ha modificado profundamente la situación observada a finales de 2000, cuando se llegó a observar una estrecha convergencia de las rentabilidades negociadas en todos los plazos. De este modo, a finales de 2001 la diferencia de rentabilidades entre los plazos de diez y tres años era, aproximadamente, de 100 pb, es decir, de unos 70 pb por encima de la diferencia observada un año antes.

Igualmente, fruto de esta evolución, tuvo también lugar una considerable convergencia con las rentabilidades negociadas en la zona del euro, y especialmente con las correspondientes al mercado alemán. En concreto, el diferencial de rentabilidad entre España y Alemania en el plazo de tres años se redujo unos 11 pb, situándose, en diciembre, en unos escasos 5 pb. En el plazo de diez años, el diferencial con Alemania en diciembre de 2001 era de 23 pb, lo que supuso un descenso de alrededor de 8 pb respecto a los registros de diciembre de 2000. A este respecto, debe recordarse que la agencia de calificación internacional de ries-



gos, Moody's, elevó a mediados del mes de diciembre el rating de la deuda española desde el nivel de Aa2 hasta Aaa, después de reconocer que la política presupuestaria del Gobierno y sus reformas estructurales llevarán a un crecimiento de la producción y el empleo.