

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

1 Situación general de los mercados

1.1 La situación económica y financiera general

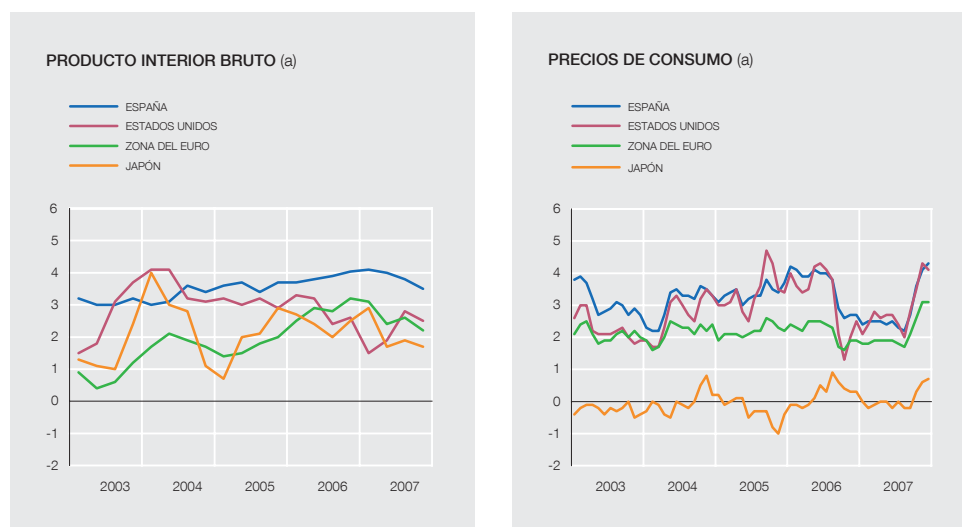
La economía mundial siguió mostrando un tono relativamente sólido durante 2007, si bien tuvo lugar una cierta moderación con respecto al fuerte dinamismo observado en los últimos años. Las turbulencias financieras que se iniciaron en verano, a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, implicaron un claro debilitamiento de la actividad económica en este país, y han provocado que las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se hayan revisado a la baja. No obstante, el fuerte crecimiento económico en el conjunto de países en desarrollo y la resistencia de la mayoría de economías europeas consiguieron atenuar en cierta medida la desaceleración que atravesó el mercado estadounidense. Destacó, igualmente, el deterioro de la situación inflacionista en la parte final del año, debido al repunte de los precios del petróleo y al alza de los precios de los alimentos.

En Estados Unidos el PIB experimentó un crecimiento anual del 2,2% en 2007, lo que supuso una reducción de siete décimas respecto a 2006 (véase gráfico 1.1). La evolución sufrida por la economía estadounidense reflejó el descenso observado en la inversión privada y la desaceleración tanto del consumo privado como de las exportaciones, factores estos que se vieron parcialmente compensados por un menor crecimiento de las importaciones y por una evolución del gasto público algo más favorable. Por lo que respecta a los precios, la inflación en términos del IPC se situó, en diciembre de 2007, en el 4,1%, frente al 2,5% registrado un año antes. A este incremento de la inflación interanual contribuyeron especialmente los fuertes crecimientos registrados en los precios de la energía y de los alimentos. Por su parte, los tipos de interés oficiales registraron recortes progresivos en los últimos meses del año, situándose a finales de 2007 en un 4,25%, un punto porcentual (pp) por debajo del nivel en que se situaban a principios de dicho año.

El crecimiento del PIB en Japón en 2007 se situó en el 2% (el 2,4% en 2006), lo que supuso cierta pérdida del dinamismo de la actividad como consecuencia, principalmente, del descenso de la inversión durante la mayor parte del año. La tasa de variación interanual de los precios repuntó a lo largo del último trimestre del año y se situó en valores positivos, tras varios meses de deflación, debido, de nuevo, al alza de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos. El Banco de Japón aumentó en febrero de 2007 el tipo de interés oficial del 0,25% al 0,50%, nivel en el que permaneció inalterado hasta finales de año.

Por su parte, China mantuvo el elevado dinamismo de su actividad, con un incremento del PIB del 11,4% con respecto al año anterior. No obstante, el IPC experimentó un crecimiento del 4,8% en 2007, la tasa más alta registrada en más de una década, impulsada por el fuerte aumento del precio de los alimentos. En América Latina la actividad económica siguió siendo notable, impulsada principalmente por la demanda interna. Este repunte de la actividad en la región se concentró especialmente en Brasil y en Argentina.

En la zona del euro, el PIB aumentó un 2,6% en 2007, tres décimas menos que en 2006. Esta desaceleración vino motivada por una menor contribución de la demanda interna, que fue en cierta medida compensada por una mayor contribución del saldo neto exterior. En cuanto a la evolución de los precios, el IAPC de la zona del euro aumentó considerablemente en el último cuatrimestre, registrándose una variación interanual en diciembre del 3,1%, muy superior a la del 1,9% registrada un año antes. Este comportamiento fue resultado del repunte experimentado por los precios de los bienes energéticos y de los alimentos en la parte final del año, como ocurrió en gran parte de la economía mundial. En un contexto como el descrito, el



FUENTE: Banco de España.

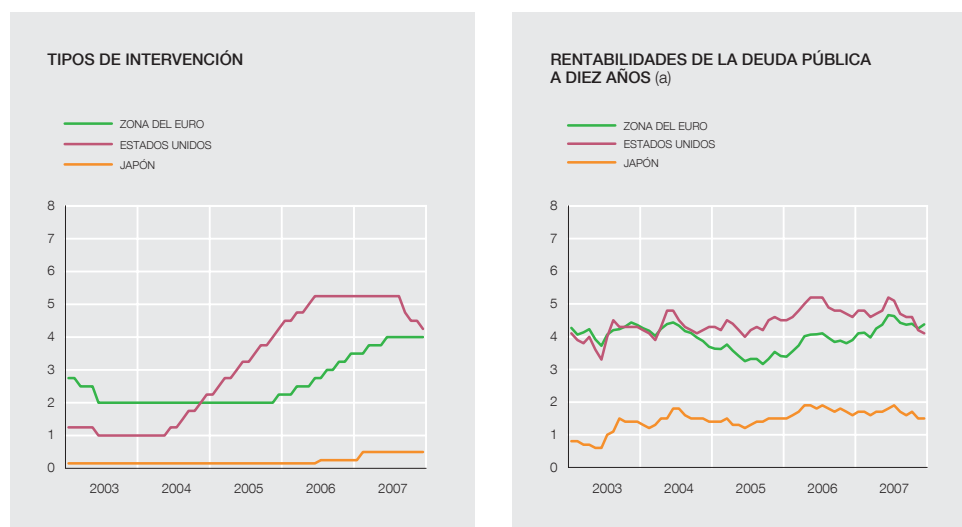
a. Tasas de variación interanual.

Consejo de Gobierno del BCE continuó durante la primera parte de 2007 el proceso de reducción del estímulo monetario en la zona del euro y, tanto en marzo como en junio, realizó sendas subidas de los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos (pb), hasta situar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 4%.

La economía española, por su parte, mostró en 2007 un crecimiento del PIB del 3,8%, solo una décima inferior al registrado en 2006. No obstante, desde mediados de 2007 se ha observado una tónica de suave moderación de la actividad, que rompe la tendencia de creciente dinamismo que venía mostrando la economía en los últimos años. Esta ralentización del crecimiento del PIB fue resultado de un tono más contenido de la demanda nacional, que se redujo en términos anuales en seis décimas, hasta situarse en el 4,3%. A su vez, dicha evolución fue consecuencia de un menor crecimiento tanto del consumo privado como de la inversión en capital fijo, donde la desaceleración de la inversión en construcción ha tenido una importancia significativa. Este comportamiento fue tan solo parcialmente compensado por la favorable evolución del sector exterior, que, si bien sigue teniendo una contribución negativa al crecimiento del PIB, esta mejoró en cinco décimas frente a la registrada en 2006. En cuanto a la inflación, los precios continuaron en la primera parte del año con la tendencia descendente iniciada en verano de 2006. No obstante, esta tendencia se rompió a partir de septiembre, alcanzando el dato de variación interanual del IAPC de diciembre el 4,3%. La aceleración que se produjo en la última parte del año se explicó, casi en su totalidad, por el ya comentado repunte de los precios de la energía, hasta el 11,5%, y, en menor medida, por el encarecimiento de los alimentos elaborados, cuya tasa de variación se elevó hasta el 7,4%. Como consecuencia de este fuerte incremento de los precios, el diferencial de inflación con la zona del euro se situó, en diciembre de 2007, en 1,2 pp, cifra superior a los 0,8 pp observados en el mismo mes del año anterior.

1.2 Los mercados financieros internacionales

Tras una primera parte del año relativamente estable, se desataron en verano los primeros episodios de turbulencias, originadas por la mayor preocupación de los agentes en el mercado de Estados Unidos respecto a la calidad de los activos hipotecarios de alto riesgo. Dichas turbulencias se extendieron rápidamente a los principales mercados monetarios internacionales. Los tipos de interés a largo plazo, que habían mostrado una tendencia creciente en la



FUENTE: Banco de España.

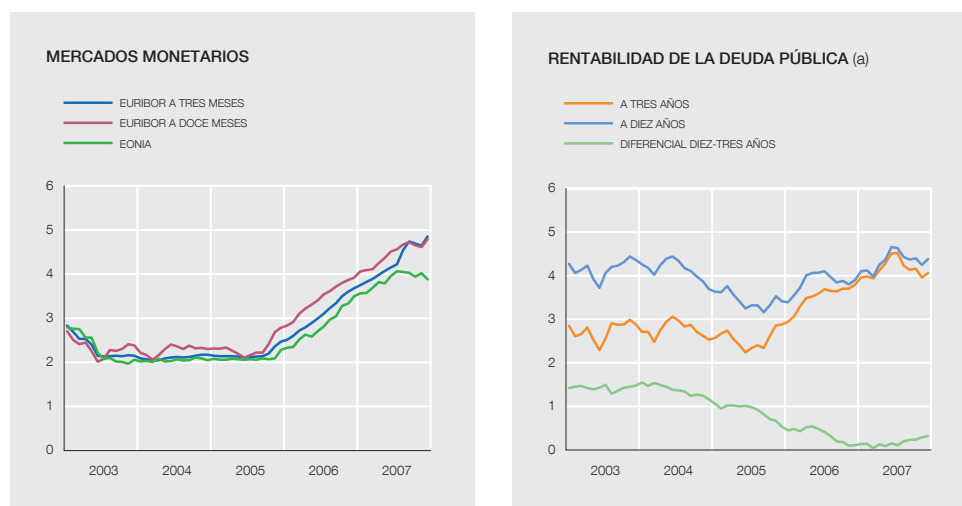
a. Las rentabilidades de la deuda pública de la zona del euro son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países que la componen.

primera parte del año, experimentaron descensos a raíz de estos episodios de inestabilidad en los mercados. Adicionalmente, los diferenciales de crédito registraron una ampliación considerable. Por su parte, los mercados de renta variable internacionales experimentaron un aumento significativo de la volatilidad, alcanzando cotizaciones máximas en el segundo trimestre y mínimas en la segunda mitad del año. Finalmente, en los mercados cambiarios destacó la apreciación del euro frente a la mayoría de las divisas a lo largo del ejercicio.

La evolución de los tipos de interés a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos fue bastante similar a lo largo del 2007, con un período alcista durante el primer semestre del año seguido de una reducción de los mismos en el segundo semestre (véase gráfico 1.2). Este comportamiento paralelo tuvo su fin en el último mes del ejercicio, en el que en Estados Unidos continuó la tendencia bajista iniciada a mediados de año, mientras que los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro experimentaron un leve repunte, lo que permitió que la rentabilidad de la deuda pública a diez años se situara por primera vez en los últimos años por encima de la del mercado estadounidense. En el caso de Japón se observó una evolución a lo largo del período similar a la descrita, aunque en niveles bastantes inferiores, que han sido característicos de la economía nipona desde hace ya varios años.

De esta forma, en la zona del euro los tipos de interés de la deuda pública a diez años se situaron, en diciembre de 2007, en un 4,4%, acumulando a lo largo del año un aumento de aproximadamente 50 pb respecto a los registrados en el mismo mes del año anterior, y continuando de este modo con la tendencia alcista iniciada a mediados de 2005. Por el contrario, tanto en Estados Unidos como en Japón las rentabilidades a diez años se situaron en diciembre de 2007 por debajo de las registradas un año antes, siendo este descenso mucho más acusado en el caso estadounidense, donde tomaron un valor del 4,1%, lo que supone un descenso de 50 pb respecto a diciembre de 2006. En el caso de Japón, este descenso fue solamente de 10 pb, situándose la rentabilidad en el 1,5%.

Como consecuencia del comportamiento dispar de los tipos de interés en la última parte del año, el diferencial de los tipos de interés a diez años entre Estados Unidos y el conjunto de la zona del euro se situó a favor de esta última por primera vez desde principios de 2004. Así,



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.

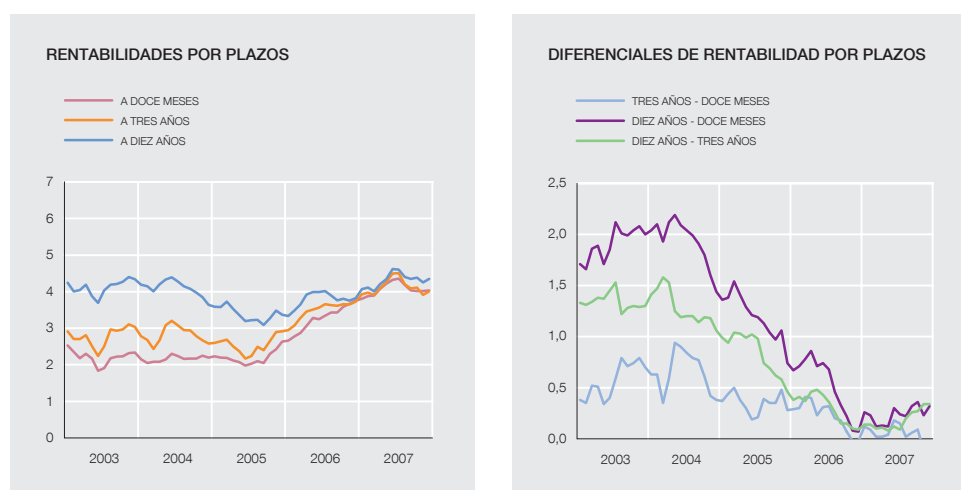
en diciembre el diferencial se situó en casi 30 pb a favor de la zona del euro, mientras que un año antes se situaba en 70 pb a favor de Estados Unidos.

Las dos subidas —de 25 pb cada una— en los tipos de interés de las operaciones principales de financiación llevadas a cabo por el Consejo de Gobierno del BCE durante el primer semestre del año tuvieron el efecto esperado en los tipos de interés negociados en los mercados monetarios de la zona del euro, que continuaron con la tendencia alcista iniciada a finales de 2005. No obstante, hay que señalar que el efecto fue más intenso en los plazos superiores al mes, debido a la creciente incertidumbre y a la revisión al alza de los diferenciales de crédito. De esta forma, el EURIBOR a doce meses se situó en diciembre en torno al 4,8%, es decir, unos 90 pb por encima del nivel alcanzado un año antes, mientras que el EURIBOR a tres meses se situó en torno al 4,85%, unos 120 pb por encima del registrado en diciembre de 2006 (véase gráfico 1.3)¹.

Los mercados de renta variable mostraron, en general, alzas bastante inferiores a las registradas en años anteriores, como consecuencia de la preocupación de los mercados respecto a las perspectivas de crecimiento económico, especialmente en el caso de Estados Unidos. En Japón, el índice Nikkei experimentó un retroceso del 11,1% a lo largo del año, frente a la revalorización del 6,9% registrada en 2006. Por su parte, en Estados Unidos el índice S&P 500 se revalorizó un 3,5%, bastante inferior al 13,6% alcanzado en 2006. La revalorización acumulada en los mercados bursátiles de la zona del euro, medida por el índice Euro Stoxx 50, fue del 6,8% (15,1% en 2006), algo inferior a la registrada en España por el Ibex 35, que se situó en el 7,3% (notablemente inferior al 31,8% computado el año anterior).

Los mercados cambiarios en 2007 estuvieron marcados por la apreciación generalizada del euro frente a la mayoría de las divisas. En concreto, el euro continuó apreciándose respecto al dólar, alcanzando una apreciación del 11,8% para el conjunto del año. La publicación de

1. El repunte de los tipos de interés negociados en el mercado interbancario de depósitos fue especialmente significativo a medida que se aproximaba el fin de año. El diferencial entre el EURIBOR y el EUREPO también aumentó significativamente en todos los plazos durante dicho período.



FUENTE: Banco de España.

datos macroeconómicos poco alentadores en Estados Unidos, frente a la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de este país, afectaron negativamente a la moneda estadounidense. Por su parte, la apreciación del euro frente al yen japonés fue del 5,1% para el conjunto del año.

1.3 El mercado de deuda pública en España

La financiación obtenida por el Estado mediante la emisión neta de deuda pública registró por segundo año consecutivo un importe negativo, en esta ocasión por valor de 2.010,3 millones de euros. Como consecuencia de ello, el saldo vivo de deuda del Estado registró una nueva reducción, en esta ocasión del 0,7%. La estrategia de emisión neta seguida por el Tesoro ha permitido que tuviera lugar un ligero aumento de la vida media del saldo vivo total, gracias principalmente a la fuerte emisión positiva de obligaciones del Estado (en el capítulo 2 se encontrará un análisis detallado de la estructura de emisiones de deuda anotada).

Los tipos de interés marginales de las distintas subastas de títulos en el mercado primario de deuda pública continuaron durante la primera mitad del año con la tendencia alcista iniciada a mediados de 2005. No obstante, esta tendencia se rompió a partir del verano, al convertirse la deuda pública en refugio de los inversores ante las incertidumbres aparecidas a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos. Con todo, el tipo de interés marginal de las letras del Tesoro a un año se situó, en diciembre, en el 4,11%, lo que supuso un aumento de 34 pb respecto a la subasta del mismo mes del año anterior, mientras que en términos medios entre ambos ejercicios la diferencia fue de 84 pb. En el caso de los títulos a medio y largo plazo, los tipos marginales de las subastas también experimentaron una senda alcista en la primera parte del año y un descenso en los meses posteriores. En el caso de los bonos a cinco años, el incremento anual acumulado fue de algo más de 50 pb, mientras que en las obligaciones a diez años este aumento fue de menor intensidad, situándose en unos 20 pb. Las variaciones en términos medios anuales fueron en todos los casos superiores a las indicadas anteriormente (en torno a 60 pb para los bonos a cinco años, y de unos 40 pb para las obligaciones a diez años).

Los mercados secundarios de deuda pública mostraron un comportamiento muy similar al del mercado primario, con una tendencia creciente en la primera parte del año y un descenso de las rentabilidades en los últimos meses de 2007. De esta forma, la rentabilidad de las letras del Tesoro a doce meses se situó en el 4,03% en diciembre, solamente unos 30 pb por encima de la registrada un año antes, mientras que, en términos de promedio anual, este aumen-

to se situó en torno a los 80 pb. En el caso de los bonos y obligaciones a cinco y diez años, el descenso en la segunda parte del año no fue tan acusado, y acumularon aumentos en diciembre de unos 35 y 55 pb, respectivamente. En promedio anual, dichos aumentos fueron de unos 55 y 50 pb.

En general, a lo largo del año se han mantenido constantes los diferenciales de rentabilidades en España respecto a la zona del euro. No obstante, la evolución del bono alemán ha diferido ligeramente de la de sus activos comparables en el resto de los países de la zona del euro, a partir del segundo semestre del año y como consecuencia de las turbulencias que se han producido en los mercados financieros. En concreto, los tipos de interés de la deuda a largo plazo en España, medidos a través de los correspondientes a las obligaciones a diez años, mantuvieron durante la primera parte del año un diferencial con el bono alemán en torno a los 5 pb a favor del bono español, que ya había caracterizado la evolución del año anterior. Sin embargo, este diferencial aumentó considerablemente en el segundo semestre, llegando a situarse, en términos medios, entre los 10 y los 15 pb.