

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

1 Situación general de los mercados

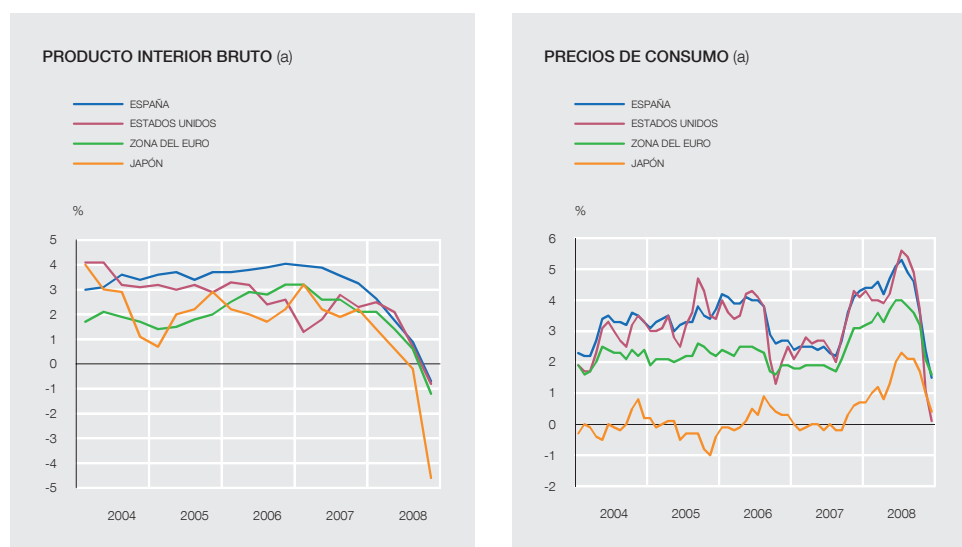
1.1 La situación económica y financiera general

La economía mundial sufrió un importante deterioro a lo largo de 2008, que se agravó significativamente en los últimos meses del año. Además, la desfavorable situación financiera en las principales economías mundiales desembocó en una importante crisis de confianza, que empezó a extenderse hacia las economías emergentes. Las turbulencias financieras que se iniciaron en verano de 2007, a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, se agravaron durante 2008, trayendo consigo una gran inestabilidad en los mercados financieros internacionales. Así, la solidez de algunas instituciones financieras de gran relevancia desde el punto de vista sistémico mostró un considerable deterioro, culminando con la quiebra de un importante banco de inversión norteamericano (Lehman Brothers) en septiembre de 2008. Ante la gravedad de la situación, los principales gobiernos y bancos centrales comenzaron a adoptar planes urgentes de apoyo en el ámbito económico y financiero. Por su parte, las tasas de inflación disminuyeron a lo largo del año, como consecuencia del descenso del precio del petróleo y de otras materias primas.

En Estados Unidos, el PIB experimentó un crecimiento anual del 1,1% en 2008, lo que supuso una desaceleración frente al 2,0% de 2007 (véase gráfico 1.1). El National Bureau of Economic Research fijó la fecha de diciembre de 2007 como el inicio oficial de la recesión en este país. Las principales causas de esta evolución negativa fueron el desfavorable comportamiento del consumo y el fuerte descenso de la formación bruta de capital fijo privado, que no pudieron ser corregidas totalmente por la buena evolución del gasto público y del comercio exterior, debido, en este último caso, al retroceso de las importaciones. Por lo que respecta a los precios, la inflación en términos del IPC se situó, en diciembre de 2008, en el 0,1%, frente al 4,1% registrado un año antes. A este importante descenso de la inflación contribuyó en gran medida la reducción del precio del petróleo iniciada en verano de 2008. Por su parte, la Reserva Federal se vio obligada a mantener la secuencia de reducciones de los tipos de interés oficiales iniciada en septiembre de 2007, con lo que, a finales de 2008, este se situó en un rango objetivo entre el 0% y el 0,25%, al menos cuatro puntos porcentuales (pp) por debajo del nivel en que se situaban un año antes.

En sintonía con la evolución de la economía mundial, el PIB en Japón se redujo un 0,7% en 2008, frente al crecimiento del 2,4% observado en 2007. Esta fuerte recesión tuvo su base en el deterioro observado del consumo privado y público, así como en la contracción de la inversión, a la que afectó igualmente el endurecimiento de las condiciones crediticias. La tasa de variación interanual de los precios, que había tenido una trayectoria ascendente durante gran parte del año, se desplomó en el último trimestre, aunque se mantuvo en niveles positivos (0,4% en diciembre). El Banco de Japón recortó el tipo de interés oficial del dinero en 40 puntos básicos (pb) a lo largo de 2008, situándolo finalmente en el 0,1%, y adoptó medidas para facilitar la financiación empresarial.

En cuanto al Reino Unido, cuya exposición a la crisis *subprime* influyó significativamente en su economía, experimentó en 2008 un importante deterioro del PIB, creciendo tan solo un 0,7%, frente al 3,0% observado en 2007. La situación general obligó al Banco de Inglaterra a recortar los tipos de interés oficiales en cinco ocasiones a lo largo del año, acumulando un descenso de 3,5 pp, para terminar situándose en el 2%. Por su parte, la tasa de inflación aumentó un punto porcentual, pasando del 2,1% interanual en diciembre de 2007 hasta el 3,1% en el mismo mes de 2008.



FUENTE: Banco de España.

a. Tasas de variación interanual.

China también se vio afectada por la situación económica general y mostró una desaceleración del PIB que pasó del 13% en 2007 al 9% en 2008. Del mismo modo, el crecimiento del IPC, aunque en el conjunto del año fue del 5,9%, durante 2008 experimentó una notable reducción, como consecuencia de la continua caída de los precios de la energía y de las materias primas. En América Latina, la actividad económica recogió en general la menor aportación de la demanda interna, lo que produjo ciertas correcciones a la evolución observada el año anterior, así como un deterioro de las perspectivas de crecimiento para el año siguiente. Por su parte, las tasas de inflación mostraron un generalizado aumento paulatino a lo largo de 2008.

En el área del euro, el PIB creció un 0,7% en 2008, frente al 2,6% observado en 2007, aunque debe destacarse su deterioro desde el segundo trimestre del año, alcanzando una variación interanual en el cuarto trimestre de -1,3%. Desde el punto de vista de la demanda, esta evolución vino motivada por la fuerte desaceleración del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, que ya en el último trimestre del año registraron tasas de crecimiento negativas. Solo el consumo público logró mantener cierto dinamismo en su evolución, mientras que la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB fue nula. Los países que más contribuyeron a esta evolución negativa fueron Alemania, Francia e Italia. Como en el resto de las principales economías, la evolución de los precios mostró un cambio de tendencia a partir del verano, registrándose una variación interanual del IAPC en diciembre del 1,6%, muy inferior a la del 3,1% observada un año antes. Este comportamiento fue resultado, principalmente, de la desaceleración de los precios de la energía, así como del de los alimentos.

En un contexto como el descrito, el Consejo de la Unión Europea aprobó en diciembre de 2008 el plan de relanzamiento económico propuesto por la Comisión Europea, el cual se concibe como un marco para la acción concertada de los distintos países. En ese mismo mes, el Banco Central Europeo disminuyó los tipos de interés de las operaciones principales de financiación en 75 pb, lo que supuso la tercera bajada en dos meses. Así, la principal referencia del Banco Central Europeo en su gestión de la política monetaria se situó en el 2,5% en diciembre de 2008, nivel que no se alcanzaba desde marzo de 2006.

La economía española, por su parte, mostró en 2008 un crecimiento del PIB del 1,2%, muy por debajo del 3,7% registrado en 2007. Debe destacarse el hecho de que esta tendencia negativa hizo que el año finalizara con un crecimiento interanual en el último trimestre del -0,7%. Como ocurrió en las principales economías del mundo, fueron la fuerte desaceleración del consumo privado y la reducción de la inversión en bienes de equipo y en construcción las principales razones del empeoramiento del PIB. Este comportamiento fue parcialmente compensado por la favorable evolución del sector exterior, que tuvo una contribución positiva de 1 pp al crecimiento del PIB, frente a la contribución negativa que registró el año anterior (-0,8 pp). En cuanto a los precios, la inflación continuó durante la primera parte del año la tendencia ascendente iniciada a finales del año anterior. No obstante, esta tendencia cambió su signo a partir de agosto, hasta alcanzar un registro en diciembre de 2008 del 1,4%, la tasa más baja observada en el IPC desde diciembre de 1998, que viene explicada casi en su totalidad, como ya se ha comentado anteriormente, por la fuerte caída experimentada por el precio del petróleo a partir del verano, así como por el de los alimentos. Como consecuencia de esta fuerte corrección en la evolución de los precios, en diciembre de 2008 el IAPC se situó 0,1 pp por debajo del dato correspondiente al área del euro. Esta cifra supone un fuerte contraste con la observada en el mismo mes del año anterior, cuando el indicador español se situaba 1,2 pp por encima de su homólogo correspondiente a la zona del euro.

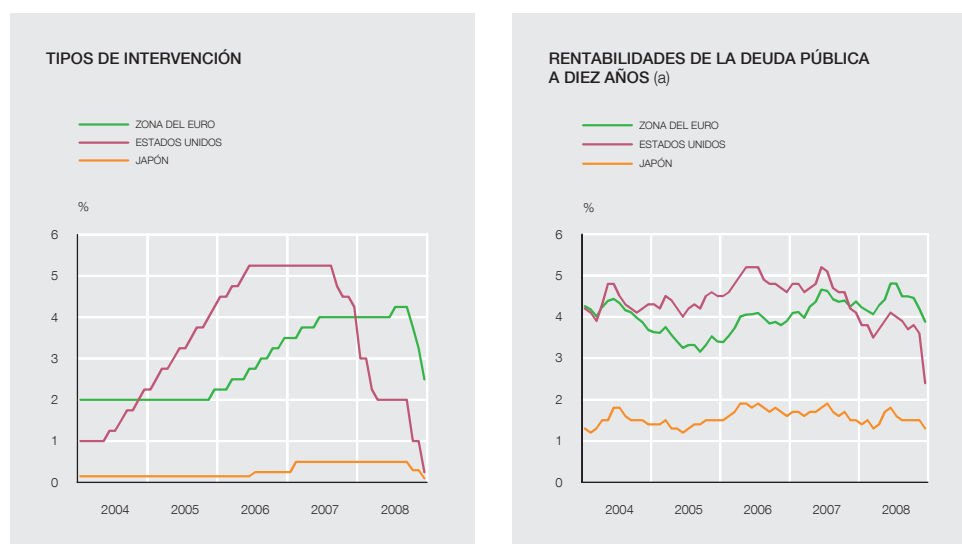
1.2 Los mercados financieros internacionales

Tras una primera parte del año en la que prosiguió la inestabilidad general iniciada el año anterior, el sistema financiero internacional atravesó un período de fuertes turbulencias en los meses de septiembre y octubre. El deterioro de algunas instituciones financieras, muy relevantes desde el punto de vista sistémico, dio lugar a la quiebra de un importante banco de inversión norteamericano y desembocó en una serie de procesos de consolidación bancaria y de rescates públicos de entidades financieras, tanto en Estados Unidos como en Europa. Los mercados interbancarios quedaron parcialmente paralizados y en otros mercados mayoristas claves se ampliaron las primas de riesgo. Por su parte, las bolsas internacionales experimentaron importantes pérdidas en el último trimestre del año con descensos en las cotizaciones y un notable repunte de la volatilidad. Finalmente, en los mercados cambiarios destacó la apreciación del dólar frente a la mayoría de las principales divisas, excepto el yen, en la segunda parte del año.

La evolución de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro y en Estados Unidos fue muy similar y estuvo marcada por dos cambios de tendencia. Durante el primer trimestre, las rentabilidades disminuyeron, siguiendo la tendencia iniciada en 2007, para comenzar una serie de subidas a partir del mes de abril, presentando su punto más elevado entre junio y julio. A partir del mes de agosto comenzó una nueva tendencia descendente de tipos (véase gráfico 1.2). En el caso de Japón se observó una evolución a lo largo del período similar a la descrita, aunque sin las grandes variaciones que se produjeron en las otras dos grandes economías, y en niveles bastantes inferiores, los cuales vienen siendo característicos de la economía nipona desde hace ya varios años.

De esta forma, en el área del euro los tipos de interés de la deuda pública a diez años se situaron en diciembre de 2008 en un 3,89%, acumulando a lo largo del año un descenso de aproximadamente 50 pb. También en Estados Unidos las rentabilidades a diez años se situaron en diciembre de 2008 por debajo de las registradas un año antes, tomando un valor del 2,4%, es decir, 170 pb menos que en diciembre de 2007. En el caso de Japón, este descenso fue solamente de 20 pb, situándose la rentabilidad en el 1,3%.

Como consecuencia de la importante reducción de los tipos de interés en Estados Unidos, el diferencial de rentabilidades a diez años entre este país y el conjunto del área del euro conti-



FUENTE: Banco de España.

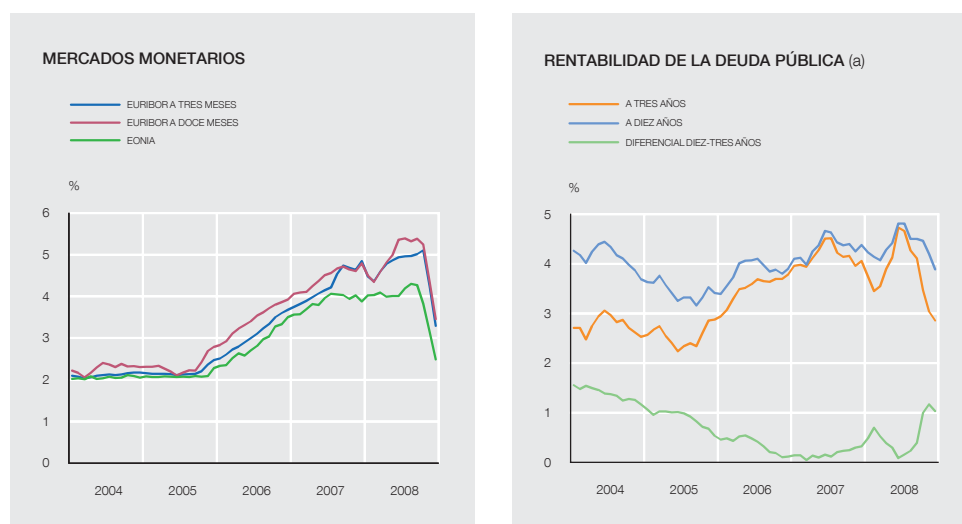
a. Las rentabilidades de la deuda pública de la zona del euro son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países que la componen.

nuó a favor de esta última, como ya ocurriera desde finales de 2007. En diciembre, dicho diferencial se situó en casi 1,5 pp a favor del área del euro, el nivel más alto desde la aparición de la moneda europea en enero de 2002.

A pesar de la subida de 25 pb del tipo de interés oficial que el Consejo de Gobierno del BCE decidió en julio de 2008, este organismo llevó a cabo una fuerte corrección en dicha variable, adoptando una serie de tres reducciones en el último trimestre del año. Dichas reducciones acumularon un total de 175 pb, situándose el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en diciembre en el 2,5%, y el de las facilidades marginales de depósito y de crédito, en el 2% y 3%, respectivamente. El efecto esperado en los tipos de interés negociados en los mercados monetarios del área del euro se produjo con cierta lentitud, pero finalmente en diciembre ya se había trasladado en su totalidad. De esta forma, el EURIBOR a doce meses se situó en diciembre en torno al 3,45%, es decir, 135 pb por debajo del nivel alcanzado un año antes, mientras que el EURIBOR a tres meses se situó en el 3,29%, 156 pb por debajo del registrado en diciembre de 2007 (véase gráfico 1.3).

La evolución de los mercados de renta variable se vio intensamente influida por el agravamiento de la crisis financiera desde el final del verano y por el deterioro de las perspectivas económicas. El descenso de las cotizaciones y la elevada volatilidad fueron la nota predominante en 2008. En Japón, el índice Nikkei experimentó su mayor pérdida en 58 años en los meses de octubre y noviembre, acumulando en el conjunto del año un descenso del 42,1%. Por su parte, en Estados Unidos el índice S&P 500 descendió un 38,5% en 2008, mientras que en 2007 se había revalorizado un 3,5%. En el área del euro, la situación no fue mejor para los mercados bursátiles, que experimentaron pérdidas, las cuales, en el caso del DJ EURO STOXX 50, se cifraron en el 44,3%, muy lejos de la revalorización del 6,8% observada el año anterior. Las pérdidas registradas en el mercado español fueron similares a las de las economías más importantes; así, el IBEX 35 perdió un 39,4%, frente a la revalorización del 7,3% del año anterior.

Los mercados cambiarios en 2008, tal y como ya se ha comentado anteriormente, estuvieron marcados por la apreciación generalizada del dólar frente a la mayoría de las divisas. En con-



FUENTE: Banco de España.

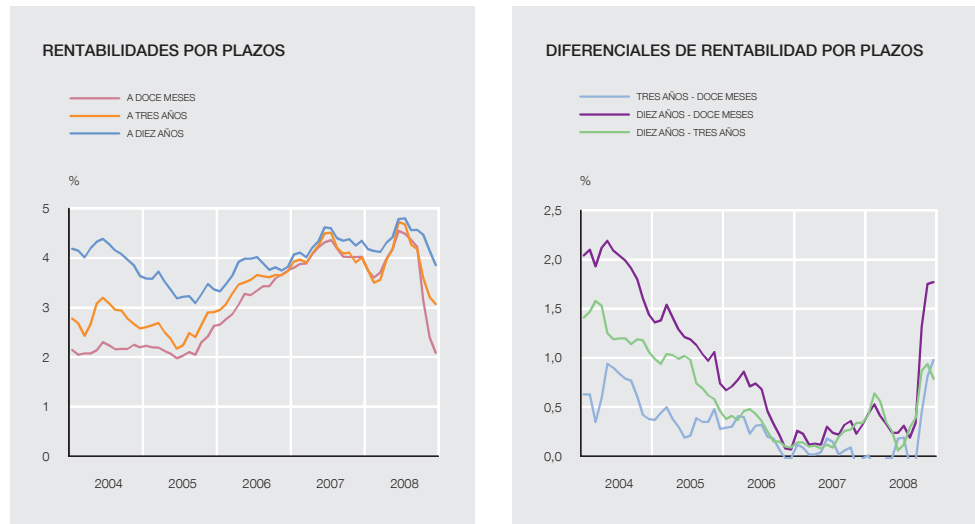
a. Las rentabilidades de la deuda pública de la zona del euro son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países que la componen.

creto, el dólar inició una apreciación con respecto al euro a partir de agosto, que, para el conjunto del año, fue del 8,33%. El aumento de las tenencias de dólares estadounidenses en los centros financieros radicados fuera de Estados Unidos y las repatriaciones de fondos a Estados Unidos en un contexto de desapalancamiento financiero sostenido respaldaron dicha apreciación. En cambio, el dólar sufrió una acusada depreciación frente al yen japonés, del 18,79%, en el conjunto del año.

1.3 El mercado de deuda pública en España

El año 2008 supuso un cambio en la tendencia de la financiación obtenida por el Estado mediante la emisión neta de deuda pública, produciéndose un aumento de las emisiones. El saldo de la deuda del Estado anotada se vio incrementado en 51.750,9 millones de euros en 2008, frente a la emisión neta negativa de 2.010,3 millones de euros que se alcanzó en 2007. La estrategia de emisión neta seguida por el Tesoro se basó en una captación neta positiva de todos los instrumentos, destacando el segmento de medio y largo plazo (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 comenzaron el año con la tendencia descendente iniciada en 2007, para mostrar una recuperación a partir de marzo de 2008. No obstante, esta recuperación se rompió a partir del verano, al convertirse la deuda pública en refugio de los inversores ante las incertidumbres provocadas por la crisis financiera (véase gráfico 1.4). Esta situación se acentuó en el último trimestre, con lo que el tipo de interés marginal de las letras del Tesoro a un año se situó en el 2,23% en diciembre de 2008, lo que supuso una reducción de 188 pb respecto a la subasta del mismo mes del año anterior. En términos medios, la reducción entre ambos ejercicios fue de 33 pb. En el caso de los títulos a medio y largo plazo, los tipos marginales de las subastas se comportaron de la misma manera que los de las letras del Tesoro. En los bonos a tres años el descenso anual acumulado de su tipo de interés marginal fue de 109 pb, mientras que, en las obligaciones a diez años, dicho descenso fue bastante menor, de 30 pb. Las variaciones en términos medios anuales fueron inferiores a las indicadas anteriormente: un descenso de tan solo 7 pb en el caso de los bonos a tres años, mientras que en el caso de las obligaciones a diez años fue un aumento de 23 pb.



FUENTE: Banco de España.

Los tipos de interés en los mercados secundarios de deuda pública mostraron un comportamiento muy similar al del mercado primario, comenzando el año con la tendencia descendente de 2007, para luego iniciar una subida entre los meses de abril y junio, momento en el que empezó una nueva etapa de descensos. De esta forma, la rentabilidad de las letras del Tesoro a doce meses se situó en el 2,09% en diciembre, 194 pb por debajo de la registrada un año antes, mientras que en términos de promedio anual la reducción fue menos acusada y se situó en los 36 pb. En el caso de los bonos y obligaciones a tres y diez años, la pérdida de rentabilidad en los últimos meses del año no fue tan acusada, acumulando descensos anuales de 94 y 49 pb, respectivamente. En promedio anual, la rentabilidad de los bonos a tres años disminuyó 23 pb, mientras que la de las obligaciones a diez años aumentó 6 pb.

En general, los tipos de interés a largo plazo de los países del área del euro siguieron una evolución a lo largo de 2008 similar a la comentada anteriormente para España. Sin embargo, se observaron en todos los países aumentos generalizados de las primas de riesgo con respecto al bono alemán. En el caso español, el diferencial entre la rentabilidad de la referencia a diez años y el correspondiente bono alemán mantuvo durante todo el ejercicio 2008 una tendencia creciente, mostrando un importante aumento a final de año, como consecuencia de la acentuación de las turbulencias que se produjeron en los mercados financieros; llegó a ser de 81 pb en el promedio del mes de diciembre, en claro contraste con los 15 pb en que se cifró dicho diferencial promedio en el mismo mes de 2007.