

# Evolución de los mercados financieros en los tres primeros trimestres de 2004

Subdirección General de Análisis Financiero y Estratégico\*

## Introducción

La evolución de los mercados financieros a lo largo de los nueve primeros meses de este año ha reflejado, en gran medida, la trayectoria de la actividad económica global, con sus luces y sus incertidumbres. La economía mundial registrará este año una tasa de crecimiento del 5 por 100, la más alta en tres décadas. Gracias a este vigoroso crecimiento, apoyado en una base geográfica amplia, las empresas han ampliado sus márgenes, mejorado sus resultados y fortalecido sus balances, las familias han podido elevar sus rentas y su posición patrimonial y los deudores soberanos han cubierto con más comodidad sus necesidades de financiación.

Dentro de este clima general de prosperidad, el ritmo de crecimiento ha variado mucho de unas regiones a otras. Los motores del crecimiento han sido las economías de Estados Unidos (con una tasa interanual del 4 por 100) y de Asia-Pacífico (donde China se expande al 9 por 100 e India al 6 por 100); Rusia y las economías del Este continúan una fase de expansión vigorosa; se fortalece la recuperación en América Latina. Mientras tanto, en la Unión Europea se experimenta una reactivación tibia, lastrada por los desequilibrios de Alemania e Italia, que se reflejará en un incremento anual del PIB ligeramente superior al 2 por 100.

\* Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

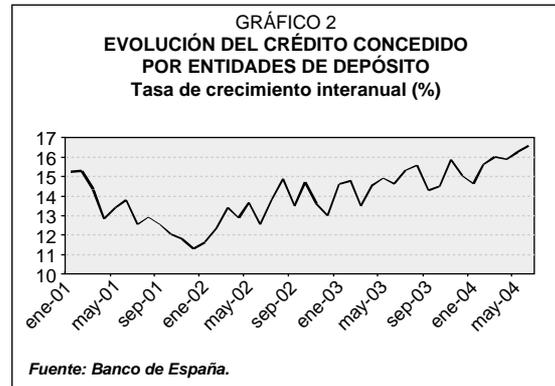
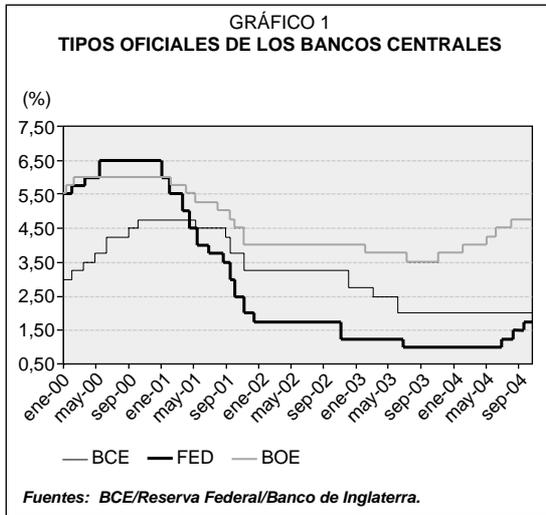
A lo largo del año, los mercados financieros han cumplido su función de equilibrar las divergencias entre las necesidades y las capacidades de financiación, derivadas de la diversidad de los ritmos de crecimiento de las distintas regiones del mundo, acomodando, además, las peculiaridades del doble déficit estadounidense, la propensión a acumular dólares de los bancos centrales asiáticos, el cambio de signo de las políticas monetarias, el riesgo geopolítico y el impacto, a partir de julio, de los elevados precios del petróleo, entre otra infinidad de perturbaciones exógenas.

## El crédito y los mercados monetarios

Las condiciones del crédito y la evolución de los agregados monetarios han respondido a la postura (extremadamente agresiva en Estados Unidos y más moderada en la UEM) de las políticas monetarias. Los tipos oficiales de los bancos centrales alcanzaron sus mínimos históricos en el verano del año 2003. El Banco de Inglaterra empezó a subir el tipo de intervención a finales del año pasado, la Reserva Federal ha iniciado el proceso alcista este verano y el BCE, a la vista de una recuperación todavía débil en la eurozona, los mantiene en el mínimo del 2 por 100 establecido en junio de 2003.



EN PORTADA



Naturalmente, el tipo de referencia del 2 por 100 del BCE, consistente con el objetivo de estabilidad de precios a escala de la UEM, no tiene los mismos efectos en todas las regiones del área monetaria. En España la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado ha venido acelerándose desde finales de 2001, alcanzando a mediados de este año un 16,4 por 100.

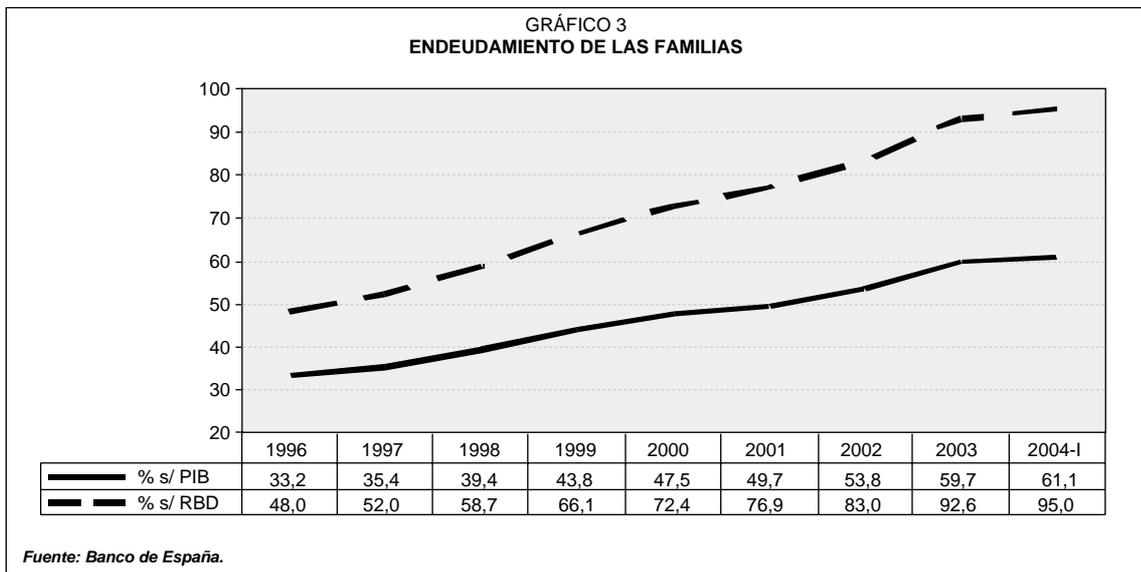
La expansión del crédito en España ha sido particularmente intensa en el segmento hipotecario, que ha evolucionado a una tasa interanual superior al 24 por 100. Dadas las bajas rentabilidades obtenidas en activos alternativos, las familias españolas encontraron atractiva la inversión en viviendas, especialmente a los tipos de referencia históricamente bajos de las hipotecas a interés variable (el euribor, en este caso, registró el mínimo histórico en marzo, 2,05 por 100, aumentó más adelante, llegó a alcanzar el 2,40 por 100 y cerró a un 2,38 por 100 en septiembre).

Esta extraordinaria expansión del crédito de las entidades del depósito al sector privado, y en especial del crédito hipotecario, se ha traducido forzosamente en un aumento continuado del ratio de endeudamiento de las familias. En marzo de 2004, el *ratio* de endeudamiento de los hogares sobre el PIB superaba el 60

La expansión del crédito en España ha sido particularmente intensa en el segmento hipotecario, que ha evolucionado a una tasa interanual superior al 24 por 100. Dadas las bajas rentabilidades obtenidas en activos alternativos, las familias españolas encontraron atractiva la inversión en viviendas, especialmente a los tipos de referencia históricamente bajos de las hipotecas a interés variable (el euribor, en este caso, registró el mínimo histórico en marzo, 2,05 por 100, aumentó más adelante, llegó a alcanzar el 2,40 por 100 y cerró a un 2,38 por 100 en septiembre).



EN PORTADA



por 100 y el *ratio* de endeudamiento de los hogares sobre su renta bruta disponible se acercaba al 100 por 100 (95 por 100).

Los aumentos en la renta real y en el empleo (y los bajos tipos de interés) han hecho posible que el incremento de los saldos crediticios haya ido parejo a una disminución del nivel de créditos dudosos y a un descenso histórico de la tasa de morosidad. La tasa de cobertura de la morosidad, al situarse en torno a un 340 por 100, muestra que el sistema bancario español es financieramente muy sólido.

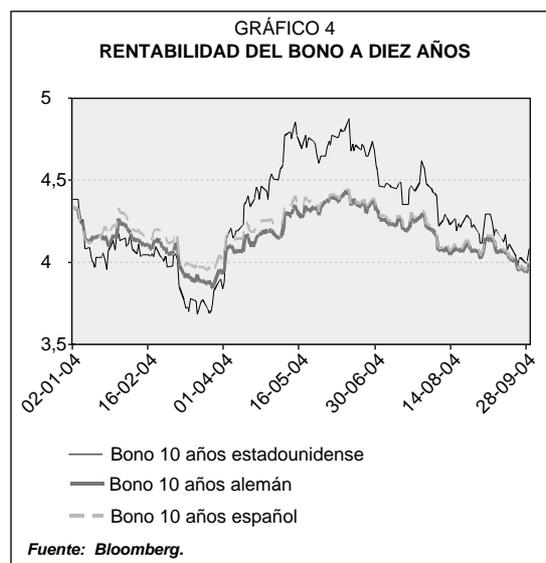
Los altos ritmos de actividad y el nivel casi nulo de morosidad explican la rentabilidad de las entidades de crédito españolas. En el primer semestre, el beneficio agregado de los bancos era un 28,4 por 100 superior al del mismo período de 2003, mientras que el de las cajas aumentaba en un 9,7 por 100. Es significativo que el fortísimo incremento interanual del balance medio (7,1 por 100 en el caso de los bancos y 11,4 por 100 en el de las cajas) haya podido conseguirse obteniéndose simultáneamente ganancias de eficiencia (197 puntos básicos los bancos y 53 las cajas).

### Mercados de renta fija

La reactivación global comenzó a consolidarse a principios de año pero no se hizo patente a los agentes económicos hasta mediados de marzo, lo cual se tradujo en un aumento de las rentabilidades de la deuda. Éstas iniciaron una tendencia creciente hasta junio, descontando, en efecto, tasas de crecimiento y de inflación futuras más altas. Desde finales de junio hasta septiembre la caída de las rentabilidades reflejó, en parte, una moderación esperada del crecimiento en el año 2005.

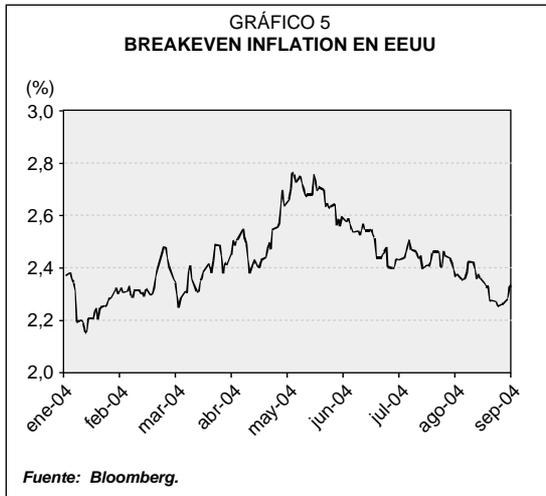
En lo que va de año, las rentabilidades de los bonos europeos de diez años de

vencimiento y de los de Estados Unidos a igual plazo se han movido en simpatía, describiendo la trayectoria del bono estadounidense una fluctuación de mayor amplitud que la del bono europeo. En concreto, en la fase alcista, la rentabilidad del bono a diez años estadounidense aumentó en más de 100 puntos básicos, la del Bund en 58 y la del bono japonés al mismo vencimiento en más de 70 puntos básicos.



EN PORTADA

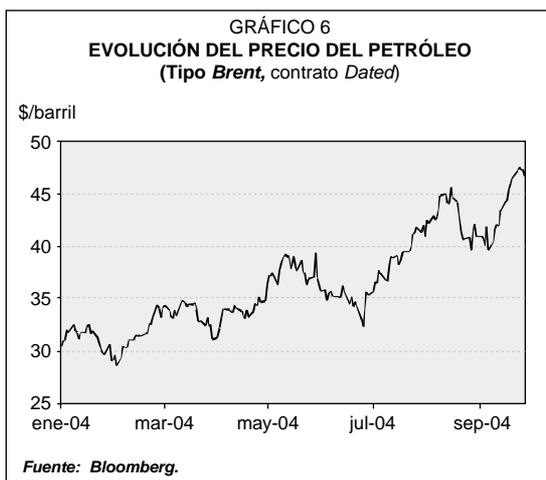
La evidencia sugiere que, al menos en Estados Unidos, la trayectoria de las rentabilidades durante los últimos seis meses ha respondido en buena medida a la evolución de las expectativas de inflación. Midiendo éstas por la diferencia entre el interés nominal de los bonos y el interés del bono indicio a la inflación se obtiene la curva de inflación *breakeven* que aparece en el Gráfico 5, donde puede apreciarse que la trayectoria de la inflación esperada es el reflejo (sólo ligeramente deformado) de la curva de rentabilidad del bono a diez años. Dicho Gráfico muestra también, indirectamente, que a lo largo del período las expectativas de crecimiento real permanecieron relativamente estables, orientándose a la baja en las últimas semanas del verano.



La tendencia bajista que han experimentado las rentabilidades de la deuda a partir de mayo es fácil de explicar si se tiene en cuenta que la Reserva Federal había anunciado el comienzo de la fase de incremento de los tipos de interés de intervención de los fondos federales, y el mercado se apresuró a descontarlo; que estos aumentos iban a ser graduales, lo cual contribuyó a moderar las expectativas de inflación, y que el impacto de la subida de los precios del petróleo, sumado a la necesidad de corregir los déficit presupuestarios y por cuenta corriente, indujo a los agentes a revisar a la baja, aunque fuese ligeramente, sus expectativas de crecimiento económico.



EN PORTADA



Es lógico que ahora, al contemplar los inversores unas perspectivas de inflación más favorables y unas perspectivas de crecimiento real más desfavorables que las que regían a principios de verano, la estructura de los tipos de interés estadounidenses tenga una pendiente menor que la que exhibía en junio. La mayor incertidumbre introducida por el aumento del precio del crudo y por la debilidad del mercado de trabajo en Estados Unidos impulsa a los inversores a refugiarse en la deuda pública, presionando a la baja las rentabilidades a largo plazo. Como los tipos a corto plazo suben debido a la nueva postura de la política monetaria, la curva de rentabilidades tenía necesariamente que aplanarse.

La deuda española se ha movido al compás de la de otros países de la euro zona. Las rentabilidades han venido descendiendo, situándose la del bono a diez años, el 30 de septiembre, en 4,004 por 100.

En el mercado de deuda pública española, el volumen negociado al contado durante el período enero-septiembre de 2004 ascendió a cerca de 1,6 billones de euros, un importe inferior en más de un 10 por 100 a la negociación total realizada en el período correspondiente de 2003. En el Cuadro 1 pueden verse los volúmenes de negociación al contado en los períodos citados, desglosados según el tramo minorista (terceros o tercer escalón), el segundo escalón y las cuatro plataformas de negociación electrónica del primer escalón (*Senaf, MTS España, EuroMTS y Brokertec*). Los volúmenes negociados en el segundo y el tercer escalón aumentaron significativamente en el período estudiado (7,7 por 100 y 10,5 por 100, respectivamente), de modo que el descenso en la negociación total es atribuible enteramente a la actividad realizada en el primer escalón.

CUADRO 1  
NEGOCIACIÓN AL CONTADO DE BONOS Y OBLIGACIONES  
(Millones de euros y %)

	Negociación acumulada enero-septiembre		
	2003	2004	Variación (%)
SENAF .....	218.357	56.350	-74,2
MTS España .....	151.780	66.350	-56,3
EUROMTS .....	95.213	37.453	-60,7
BROKERTEC .....	2.067	324	-84,3
Segundo escalón .....	252.105	271.392	7,7
Terceros .....	1.037.103	1.145.873	10,5
Total .....	1.756.624	1.577.742	-10,2

Fuente: D.G. Tesoro y Política Financiera.

En efecto, la negociación entre los titulares de cuentas en *Iberclear* cae en las cuatro plataformas de negociación electrónica. En *MTS España*, el descenso es de 56 por 100; en *EuroMTS*, del 60 por 100; en *Senaf* supera el 74 por 100; y en *Broker TEC* cae en más de un 84 por 100, cesando toda actividad.

El desglose por meses de las cifras de negociación acumuladas en enero-septiembre 2004, aparece en el Cuadro 2, donde también pueden verse (en la columna de porcentajes), la cuota de cada segmento en la negociación total. El rasgo más llamativo del total de los datos presentados es el escaso peso en las transacciones de las realizadas en el primer escalón. *Senaf* se mueve entre un 3 por 100 y un 5 por 100; *MTS España*,

entre un 4 por 100 y un 6 por 100; y *EuroMTS*, entre un 2 por 100 y un 3 por 100. En conjunto, en cambio, las transacciones realizadas en el segundo y el tercer escalón, representan entre un 86 por 100 y un 92 por 100 del total.

En lo que respecta a la renta fija privada, los diferenciales o *spreads* de rentabilidad con respecto a la de la deuda pública, han consolidado la tendencia descendente iniciada a partir del pico de finales de 2002. Desde el mes de junio, el diferencial de la deuda corporativa de calidad BBB se mantiene por debajo de los setenta puntos básicos. El *spread* de la deuda corporativa de calificación AAA se encuentra en mínimos históricos. Esta compresión de las primas de riesgo de la deuda privada se puede explicar si se tiene en cuenta que la



EN PORTADA

CUADRO 2  
NEGOCIACIÓN EN MERCADO ELECTRÓNICO, SEGUNDO ESCALÓN Y CON TERCEROS  
Negociación al contado de bonos y obligaciones (Millones de euros)

Fecha	SENAF		MTS España		EUROMTS		BROKERTEC		Segundo escalón		Terceros		Total
	Negociación	%	Negociación	%	Negociación	%	Negociación	%	Negociación	%	Negociación	%	
Enero.....	6.727	3	8.410	4	4.590	2	193	0	31.251	14	175.172	77	226.343
Febrero.....	6.149	3	6.860	3	3.755	2	40	0	27.642	14	153.486	78	197.932
Marzo .....	7.047	3	10.133	5	6.338	3	21	0	41.276	20	137.330	68	202.144
Abril .....	3.891	2	6.285	4	4.110	3	20	0	22.959	14	125.456	77	162.721
Mayo .....	6.582	4	6.963	4	3.720	2	30	0	27.769	17	120.740	73	165.804
Junio.....	7.069	4	7.898	4	4.910	2	10	0	35.385	18	146.374	73	201.646
Julio.....	5.659	4	5.535	4	3.195	2	0	0	25.392	17	109.563	73	149.344
Agosto .....	5.795	5	5.080	4	2.610	2	0	0	27.249	23	77.641	66	118.376
Septiembre	7.431	5	9.188	6	4.225	3	10	0	32.468	21	100.111	65	153.432
Ene-sept....	56.350	4	66.350	4	37.453	2	324	0	271.392	17	1.145.873	73	1.577.742

Los datos anteriores no incluyen las operaciones marcadas, los repos intradía y el segundo escalón con Banco de España.

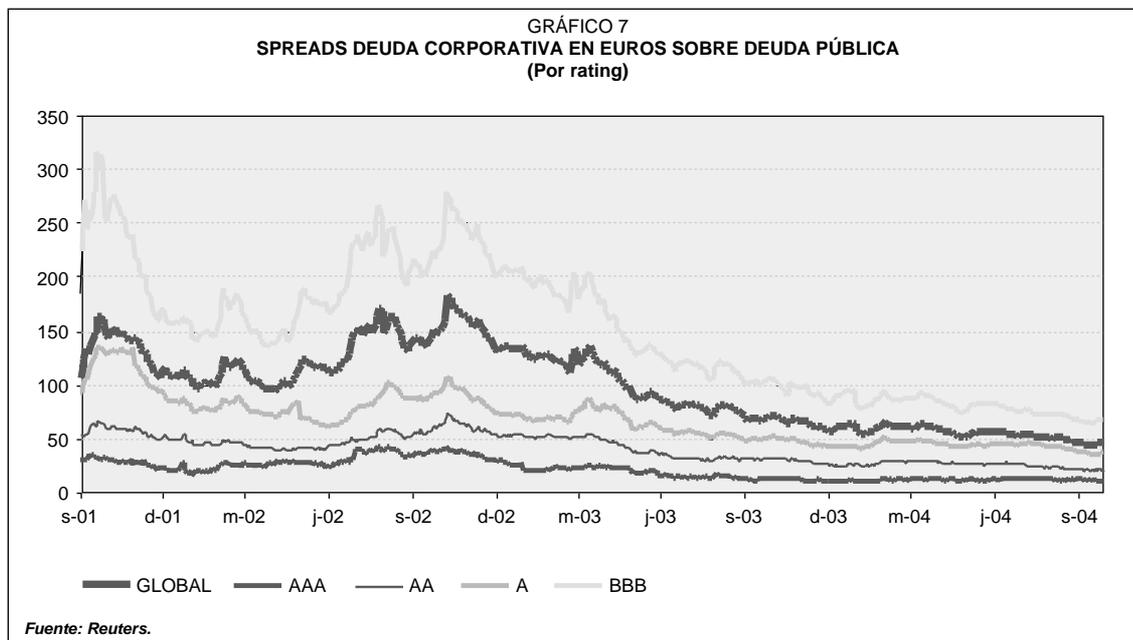
Senaf empezó su actividad como primera plataforma electrónica local en junio de 1999.

Euromts empezó su actividad en noviembre de 1999.

Brokertec empezó su actividad en noviembre de 2000.

\* MTS España empezó su actividad el 27 de mayo de 2002.

Fuente: D.G. Tesoro y Política Financiera.



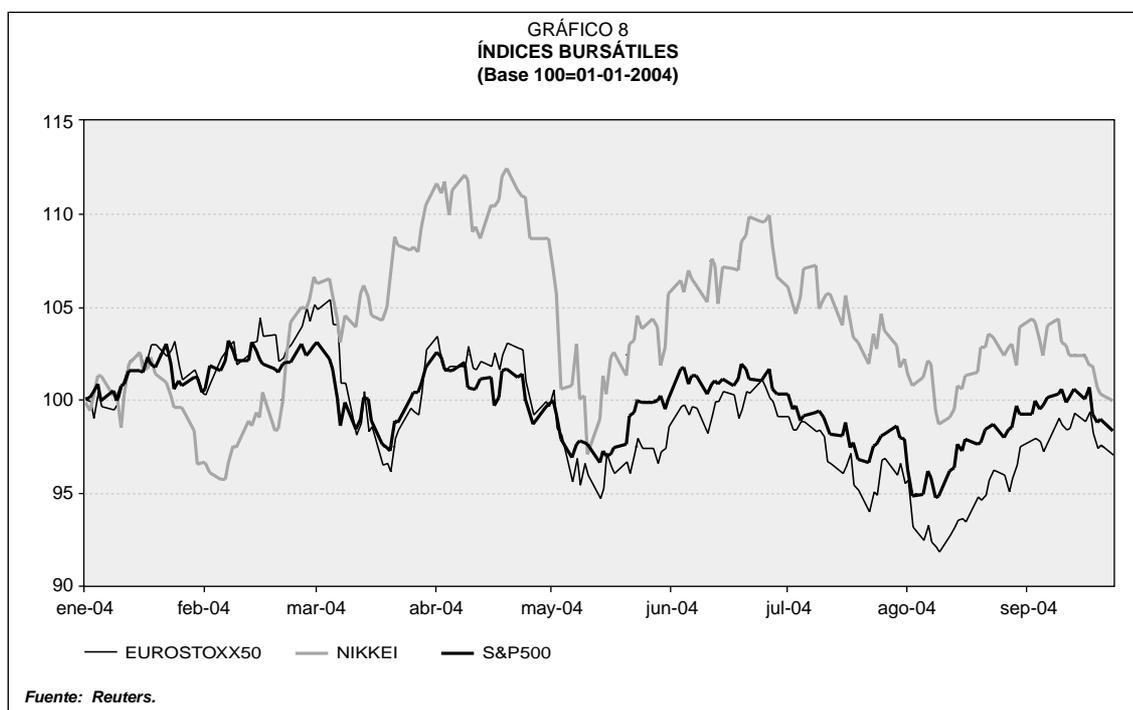
reactivación económica ha disminuido la probabilidad de ocurrencia de una perturbación adversa y, además, gracias a los aumentos de rentabilidad y al fortalecimiento consecuente de los balances, ha mejorado las condiciones en que las empresas puedan hacer frente a una eventualidad desfavorable.

### Mercados de renta variable

Desde principios de año, el comportamiento de la renta variable en las tres grandes áreas monetarias se ha caracterizado por lo que se llama movimiento lateral: ha habido muchas variaciones en los índices bursátiles, pero al cabo de



EN PORTADA



CUADRO 3  
 RENTABILIDAD PARA EL ACCIONISTA DE LAS ÚLTIMAS OPV

Empresa	Fecha OPV	Precio	Último	Revalorización (%)
Tele5.....	24-06-2004	10,15	14,65	44,33
Fadesa.....	30-04-2004	12,40	11,78	-5,00
Banesto.....	27-11-2002	7,50	9,62	28,27
Enagas.....	26-06-2002	6,50	9,76	50,15
Ence.....	12-07-2001	15,00	22,30	48,67
Inditex.....	23-05-2001	14,70	19,82	34,83
Iberia.....	03-04-2001	1,19	2,26	89,92
Inmob. Bami.....	09-02-2001	3,10	13,2	325,81
Tef. móviles.....	22-11-2000	11,00	8,45	-23,18
Deutsche post.....	20-11-2000	20,50	15,96	-22,15
KPN.....	20-11-2000	16,30	6,03	-63,01
Gamesa.....	31-10-2000	7,24	11,91	64,50
Recoletos.....	25-10-2000	12,00	6,14	-48,83
SOS Cuétara.....	27-09-2000	9,00	27,25	202,78
Tecnocom.....	24-07-2000	15,86	6,20	-60,91

Fuente: Bolsa de Madrid.

nueve meses se encuentran aproximadamente al nivel de primeros de enero.

En los principales índices de Europa, Estados Unidos y Japón se puede distinguir una fase alcista hasta principios de abril, una fase descendente hasta finales de mayo, seguida de otra ascendente hasta principios de julio; de ahí arranca una bajada fluctuante hasta finales de agosto en que se alcanzan los mínimos del año; la recuperación posterior sitúa a las cotizaciones aproximadamente en los niveles de comienzo del año. Con estos altibajos las bolsas han respondido al fortalecimiento de la reactivación, al agravamiento del riesgo político tras el atentado terrorista del 11-M en Madrid y las complicaciones en Irak, a la moderación de las tensiones inflacionistas, a la escalada de los precios del petróleo y a la consolidación del crecimiento estable.

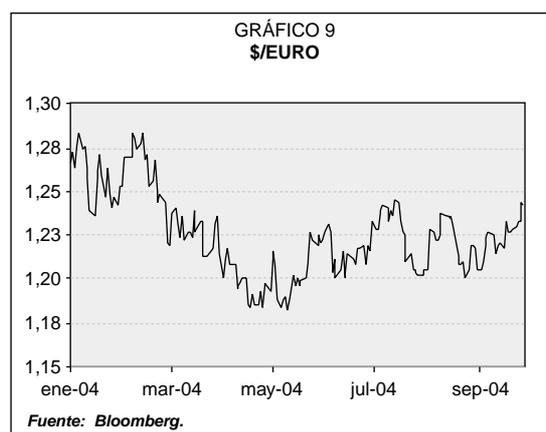
Todas las bolsas de los países avanzados han tenido un comportamiento parecido al descrito. El Mibtel de Milán (5,64 por 100) y el Índice General de Madrid (5,30 por 100) son los índices generales que se han comportado mejor en este grupo de países; el Dow Jones (-3,04 por 100) y el Gdax de Frankfurt (-1,82 por 100), los que han perdido más. Pero en los países emergentes algunas bolsas han experimentado espectaculares subi-

das: Caracas (35 por 100), México (24 por 100) o Santiago (15 por 100).

Como los PER de las bolsas europeas están por debajo de la media de los diez últimos años, existe margen para la apreciación de las cotizaciones bursátiles. El sentimiento de los inversores es positivo, aunque lejos de la exaltación del año 2000. Esto se manifiesta en las ofertas públicas de venta de acciones (OPV), de las que sólo se llevaron a cabo este año dos, de las tres anunciadas: Fadesa y Tele 5 (*Probitas Pharma* canceló su solicitud por considerar que las condiciones del mercado no le serían favorables). En el Cuadro 3 pueden verse los detalles (incluida la rentabilidad para el inversor) de las últimas OPV.



EN PORTADA



## **Mercados de divisas**

Los mercados de divisas han estado sometidos a la tendencia a la depreciación a largo plazo del dólar como consecuencia de la acumulación de déficit por cuenta corriente de la economía americana y a los avatares a corto plazo derivados de los ritmos diferentes de crecimiento de la economía europea y la estadounidense y de la alternancia de situaciones de riesgo y de tranquilidad en la percepción de los inversores. El mundo ha sido pródigo en estas últimas a lo largo de este año, y así el dólar se ha desviado de sus determinantes fundamentales apreciándose frente al euro en un 1,24 por 100.

Este resultado se ha producido en un período de alta volatilidad, donde el dólar se aprecia significativamente hasta mediados de mayo, arrastrado por el fuerte ritmo de crecimiento en Estados Unidos y las expectativas de subida de tipos de la Reserva Federal, y se deprecia ligeramente a partir de entonces, afectado por la incipiente ralentización de la actividad en Estados Unidos y el impacto de la escalada de los precios del petróleo.

En el mismo período, el yen se ha depreciado un 1,53 por 100 frente al euro y un 2,41 por 100 frente al dólar, gracias a la reactivación de la economía americana y, sobre todo, a la política activa del banco central de Japón de intervención en el mercado de divisas.



**EN PORTADA**